lax889889.com 299520.xyz



直播电商：是昙花一现，还是星火燎原？

——直播电商全产业链梳理&成长持续性分析

光大纺织服装&化妆品研究团队

2020年3月22日

证券研究报告

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

LANZAROTE Caliente.COM

lax889889.com 299520.xyz

核心观点

■ 直播电商指的是KOL通过视频等形式推荐卖货并最终成交的电商渠道，2016年淘宝率先试水开启直播卖货，此后快手、抖音、苏宁等平台纷纷加入，2019年直播电商行业快速成长并得到资本市场关注。

■ 直播电商对零售渠道人货场进一步升级，我们认为行业具备长期成长性，有望成为电商新渠道：1）直播电商缩减流通环节，借助流量红利、粉丝规模效应降低渠道成本，将得到平台、商家持续支持；2）消费者通过直播场景可购买高性价比产品，持续关注主播内容了解产品信息；3）短期内不存在替代者。

■ 直播电商催化MCN机构成长，我们认为MCN变现模式由广告营销为主转为电商带货为主，未来具有较大发展空间，具有网红孵化能力及储备、优质品牌及供应链资源、电商代运营能力、较强资金实力的MCN机构有望在竞争中脱颖而出，关注旗下公司涉足MCN相关业务的女鞋龙头星期六、天创时尚。

■ 直播电商催化消费行业线上渗透率提升，加快供应链反应速度，推动品牌进一步下沉。服装、化妆品品类在直播电商行业占比较高，其中服装头部品牌直播销售占比较低，化妆品本土品牌积极联合头部主播带货营销、取得良好效果，建议关注珀莱雅、上海家化等。

■风险提示：直播平台用户增速放缓风险、直播带货产品质量风险、行业政策风险等。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1、直播电商行业介绍

2、直播电商人货场要素研究

3、直播电商发展动力及持续性

4、直播电商内容孵化平台MCN研究

5、直播电商对消费品行业影响

6、风险提示

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1.1 直播电商定义：视频形式与电商行业的融合

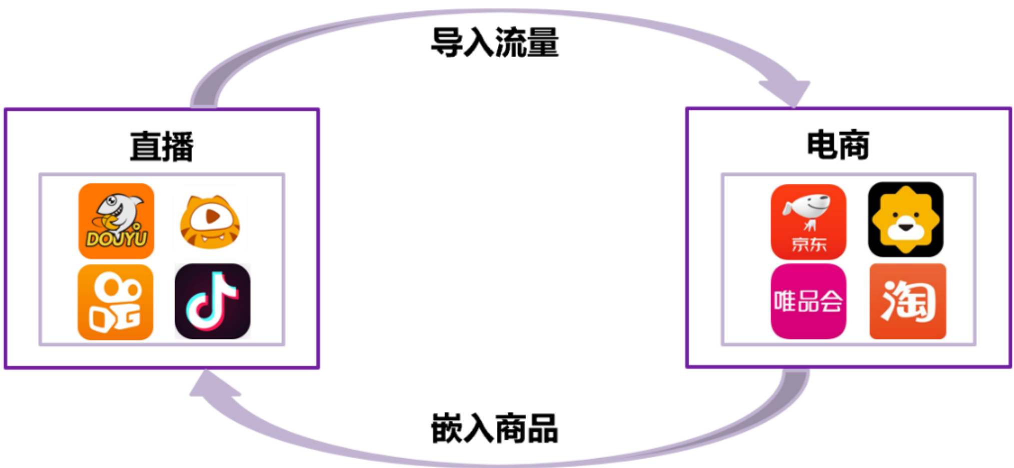
- 直播电商指的是KOL通过视频直播、短视频等形式推荐卖货并最终成交的电商形式，与传统电商相比，直播电商具有去中心化、强标签化、强互动性等特点。
- 直播为电商赋予新的发展动能，阿里巴巴、快手、抖音、拼多多等平台切入直播电商渠道。其中阿里、拼多多、京东等电商平台增加直播模块，探索电商内容化，通过直播增加电商平台流量；快手、抖音等短视频平台增加电商模块，探索内容电商化，为已有流量变现。

电商不同业态特征对比

	传统电商	直播电商
展现形式	图片、文字	视频
流量分发	中心化平台进行流量分发，搜索引擎模式	以KOL为入口进行流量分发，用户关注主导
用户标签	标签化较弱，仅根据购买记录等个性化推荐	个性化推荐为核心逻辑，根据用户关注打各类标签
互动形式	文字互动，用户通过图文了解商品、品牌	直播可以与粉丝实时互动，全方位介绍产品、品牌；短视频互动性相对较差

资料来源：光大证券研究所

直播电商行业主要参与平台



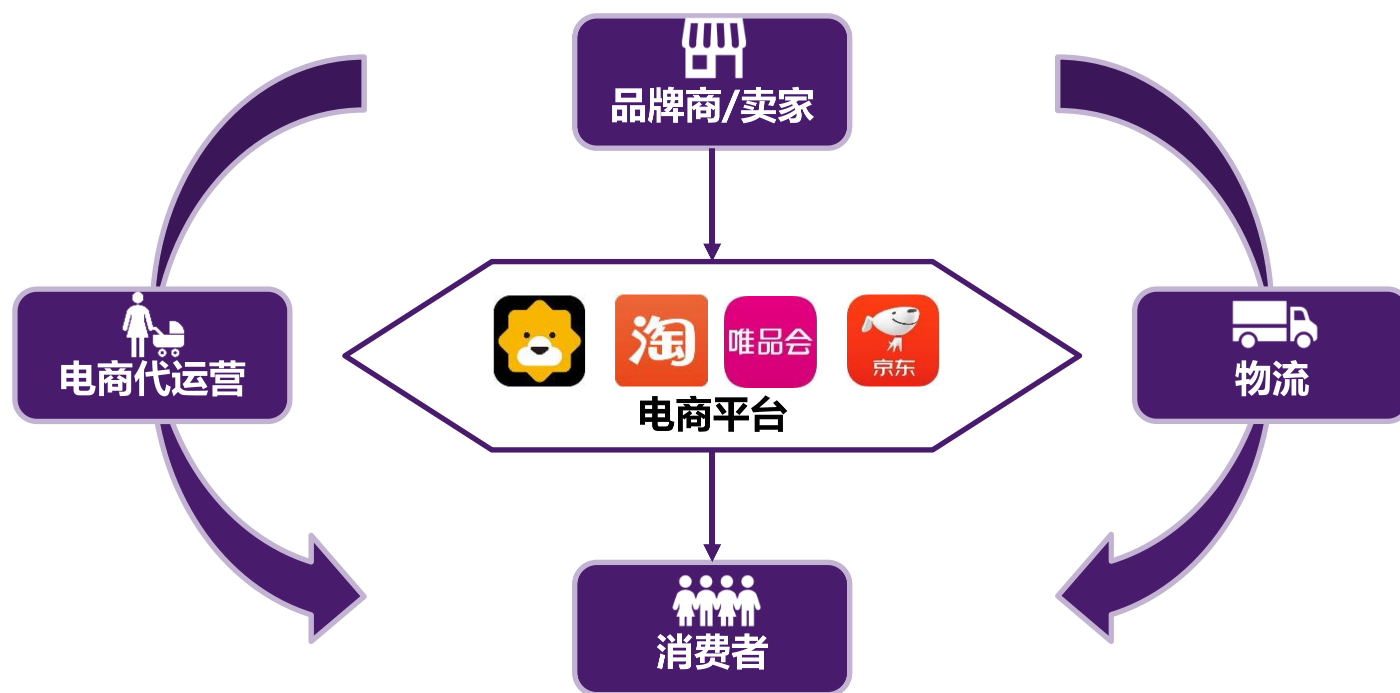
资料来源：光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1.2 传统电商产业链：以平台为核心，增长逐渐放缓

- 传统电商主要分为B2C、C2C模式，产业链中上游为各类品牌商、小卖家，中游为电商平台，联合合作方提供展示、营销、运营、交易、物流等服务，下游为消费者。
- 传统电商借助渠道去中间化、购物体验便捷等快速成长起来，但也面临消费者体验较差、退货率高、商家营销成本逐渐提高等问题，从平台角度网购占据用户时间较短，流量天花板有限，行业流量增长逐渐放缓。



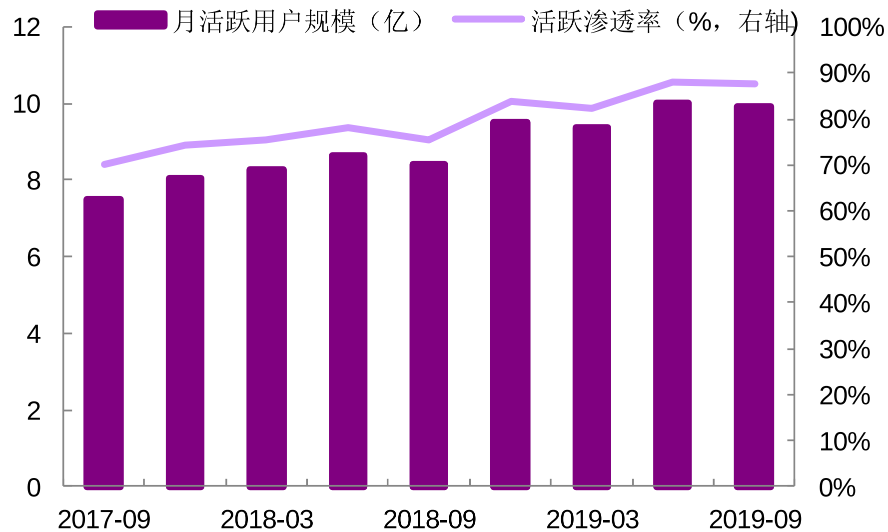
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1.3 直播电商特征：兼具内容电商与社交电商属性

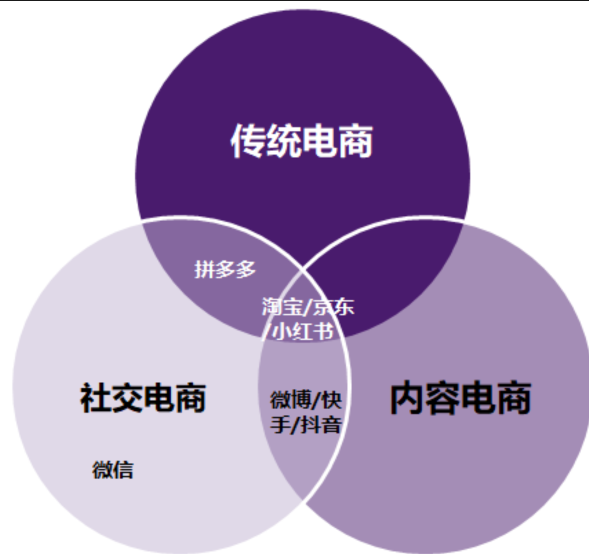
- 随着网购用户突破10亿人，近年来传统电商行业渗透率逐渐接近天花板，行业增速放缓、拉新成本提升。近年来：1）以拼多多、微商为代表的社交电商发展起来，借助社交关系形成规模优势、降低营销成本；2）内容电商同样崛起，以文字、视频、直播等表现形式与电商结合，以有价值的内容吸引流量、促进销售。
- 直播电商兼具内容电商与社交电商属性，一方面主播以优质内容吸引消费者（粉丝），实现流量聚集，另一方面通过粉丝关注的社交关系，与粉丝互动，建立信任关系，实现流量变现。

我国移动购物行业月活用户规模及行业渗透率



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所

直播电商兼具内容电商、社交电商属性



资料来源：光大证券研究所

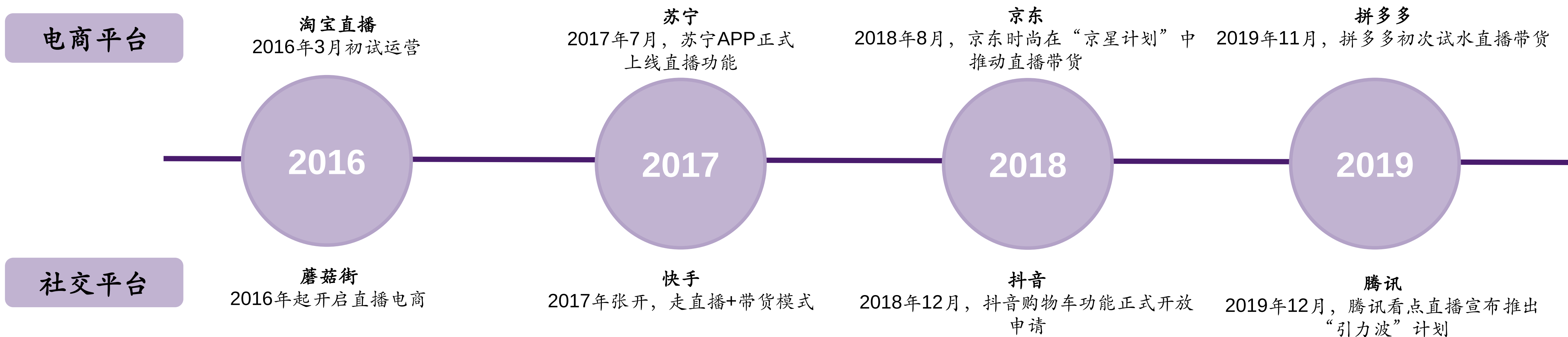
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1.4 直播电商发展：两类平台积极探索推动

- 直播电商的行业发展由平台主导，2016年淘宝实施内容化战略，蘑菇街开启直播电商，提升用户粘性、变现流量。2017-18年淘宝继续拓展电商直播业务，直播MCN机构、供应链开始出现，苏宁、快手、抖音、京东均开始试水直播电商业务。
- 2019年直播电商进入高速成长，淘宝、快手直播带货金额快速放量，主播、MCN机构均迎来发展机遇，腾讯、小红书、拼多多推出直播电商业务。目前直播电商平台主要分为**电商平台**及**社交平台**两类。

各平台纷纷入局直播电商行业

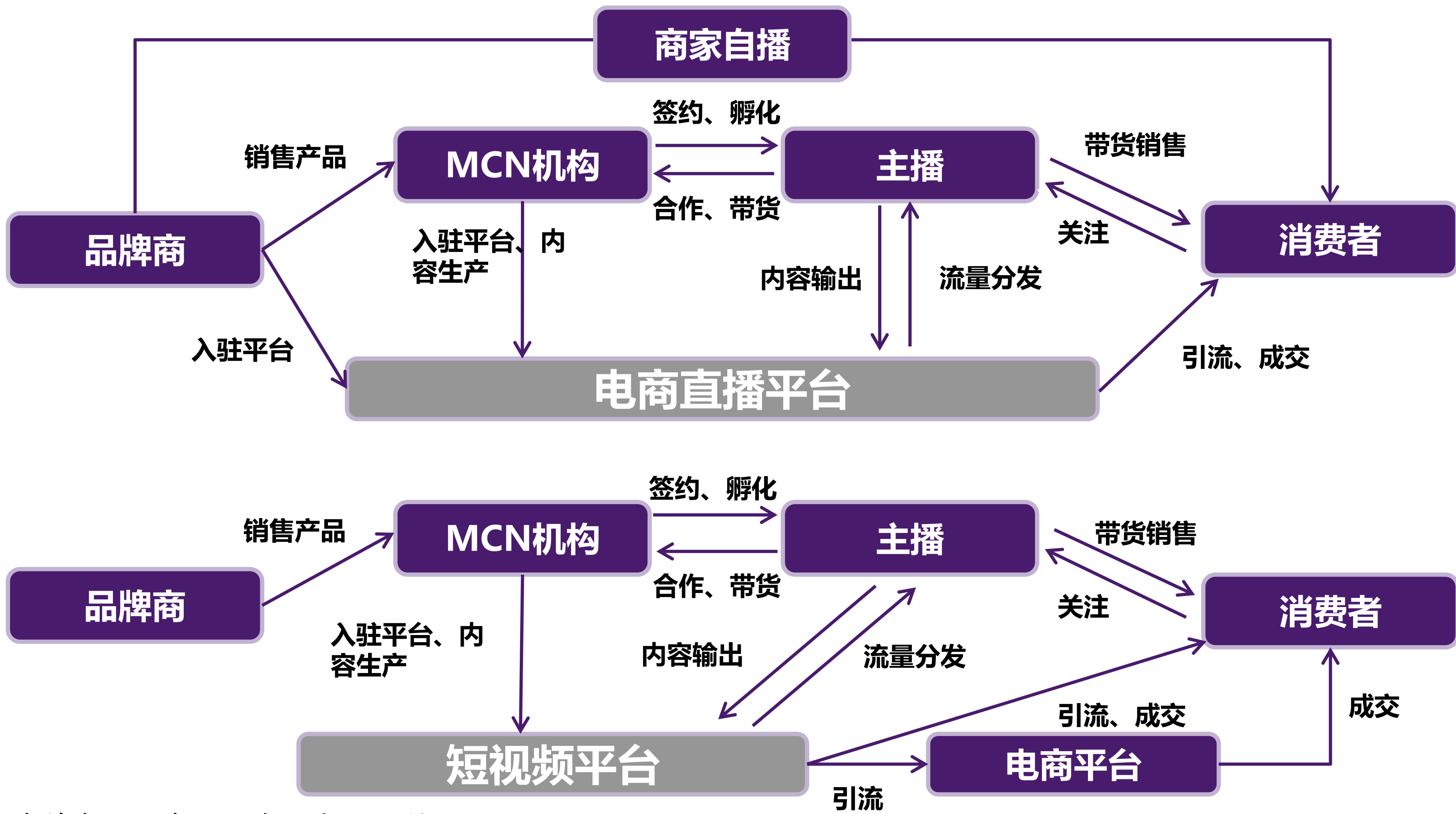


资料来源：《2020商家直播白皮书》，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1.5 直播电商产业链：MCN在产业链中承上启下



资料来源：光大证券研究所绘制

请务必参阅正文之后的重要声明

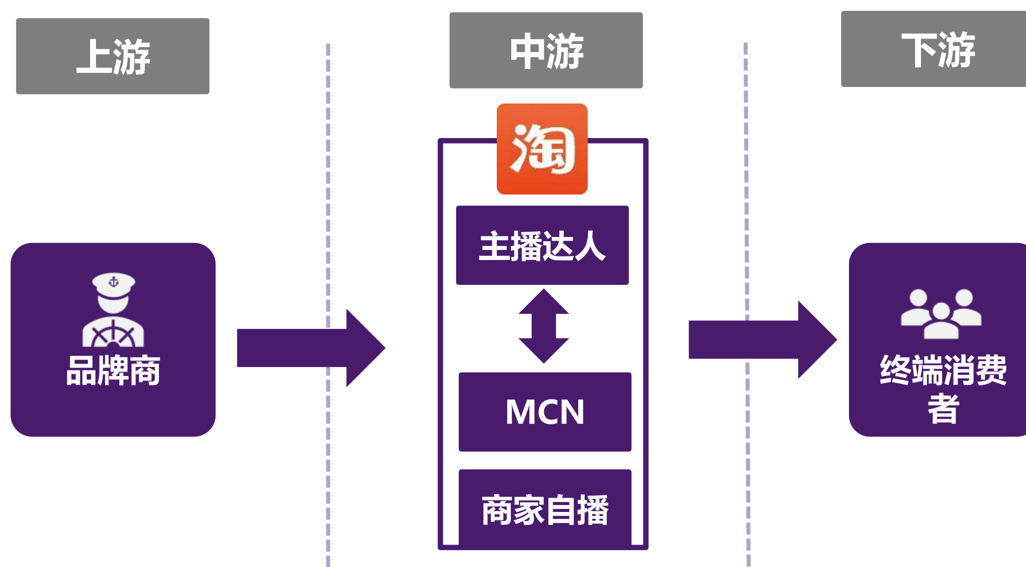
光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1.5 直播电商产业链：以电商平台为基础

- 直播电商生态中，上游主要为品牌商、工厂或产业基地，中游主要为主播、MCN机构，下游为消费者。
- 淘宝为代表的电商平台发展较为成熟，上游以品牌商为主，中游以商家自播为主、达人主播为辅，其中商家自播主要为店铺导购等内部人员直播带货，达人主播多与MCN机构合作通过MCN对接品牌商、少数直接对接品牌商并参与销售分成。
- MCN机构为主播提供网红孵化、内容输出、推广营销、供应链/品牌管理等服务，并与网红分成。



资料来源：光大证券研究所绘制

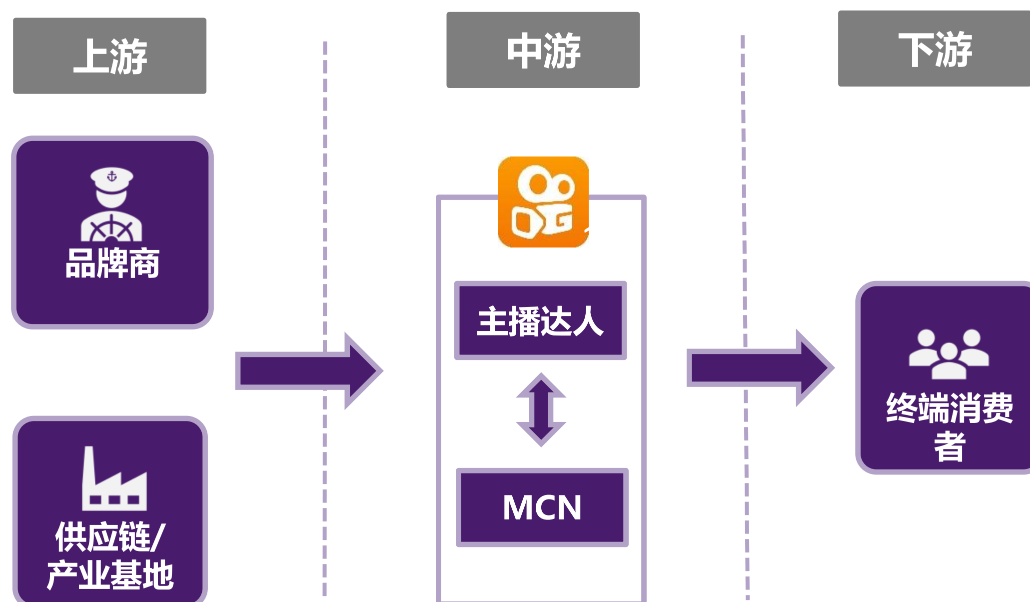
请务必参阅正文之后的重要声明
liaohan.net nblax520.com

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

lax889889.com 299520.xyz

1.5 直播电商产业链：以社交平台为基础

- 快手为代表的社交平台电商处于发展初期，产业链上游对接品牌商、工厂及产业基地，中游为主播、MCN机构，下游为消费者。
- 快手电商头部带货主播通常不依附于外部MCN机构，倾向于直接对接上游，部分头部带货主播及多数腰部带货主播与MCN合作或由MCN机构孵化，由其提供相应服务。
- 在产业链中，快手完成前端导流、展示场景等环节，下单、支付、物流等主要导入外部平台完成。据调研，快手一半以上交易导入淘宝完成，其他外部平台包括拼多多、有赞、苏宁等，此外快手也推出快手小店、魔筷精选。



资料来源：光大证券研究所绘制



获取更多报告、短视频直播方案请扫码添加微信

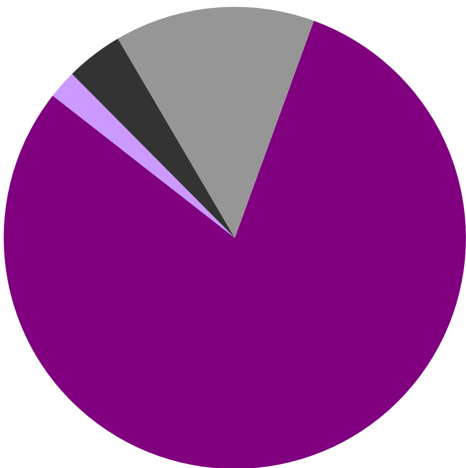
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1.5 直播电商产业链：各环节的分成比例

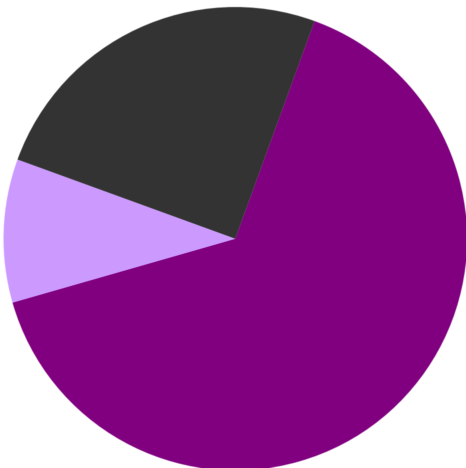
- 淘宝对直播电商业务以扶持为主，对参与直播的商家进行营销、培训、服务商及达人对接等支持。盈利模式方面，淘宝会对商家成交金额进行分成（如GMV的20%），阿里妈妈（阿里旗下营销平台）、淘宝直播、MCN机构按1:2:7的比例对该分成进行分配，MCN与主播之间再进行二次分成。
- 快手电商收费同样以分成为主，对快手小店、魔筷精选成交收取GMV的5%，对淘宝、有赞、拼多多、苏宁等成交的商家收取GMV的10%。MCN与网红估计收取GMV的30%左右，商家分成比例在60%-70%。

淘宝直播产业链各环节分成比例（2019年）



资料来源：产业链调研，光大证券研究所

快手直播产业链各环节分成比例（2019年）



资料来源：产业链调研，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

1、直播电商行业介绍

2、直播电商人货场要素研究

3、直播电商发展动力及持续性

4、直播电商内容孵化平台MCN研究

5、直播电商对消费品行业影响

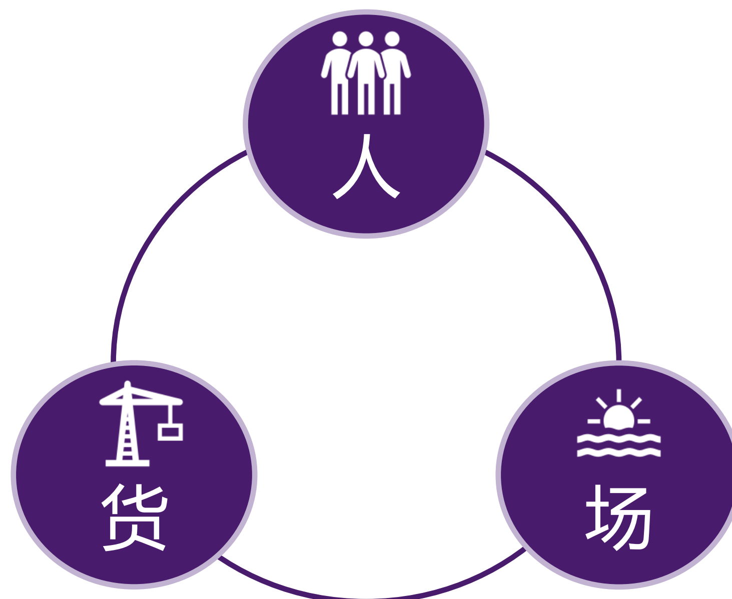
6、风险提示

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2. 直播电商渠道升级人货场关系

- 场：与传统电商相比，直播电商场景聚集效应强，营销效果明显（网红类似线下百货为流量中心），与线下渠道相比，直播电商渠道费用低，运营成本低，且不受时间、地域限制。
- 人：直播电商新增网红主播角色成为流量中心，输出专业内容，升级用户购物体验。消费者由主动搜索商品改为接受主播推荐选品，消费体验得到提升，实现粉丝经济变现。
- 货：与其他场景相比，直播商品以高性价比、限量为主要卖点，吸引粉丝购物冲动，近年来淘宝、快手等平台直播商品品类日益丰富，线上渗透率提升。



资料来源：光大证券研究所绘制

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.1 场：直播电商购物场景进一步升级

- 直播电商的场景主要由平台、直播间组成，用户在直播间完成选品、下单。
- 目前直播平台主要分为两类：短视频平台（快手、抖音）和电商平台（淘宝、拼多多、京东），其中短视频平台具有低成本流量、海量主播等前端优势，电商平台具有供应链、品牌商资源等后端优势。
- 用户购物场景由线下、传统电商向直播电商转移，直播电商综合传统电商购买、比价方便等优势及线下体验感强、与品牌（主播）实时互动等优势，此外直播电商通常具有明显的价格优势。

✓ **零出行成本/压力**：随时随地，不用付出额外交通成本和陪伴出行压力

※ **实时互动少**：自主完成浏览图文或视频信息，然后下单完成购买行为



✓ **体验优势**：可以体验、试用商品，全程有导购陪同

※ **出行成本/压力**：通常有一定的出行成本，且商品价格通常高于线上





✓ **体验优势升级**：用户可自主选择喜欢的主播，并与其互动

✓ **实时互动多**：同时多个买家在线，实时交流信息和反馈，直播充分介绍产品信息

✓ **零出行成本/压力**：不用付出交通成本和陪伴出行压力，但是有陪伴购物的体验感，兼具娱乐消费属性

✓ **价格优势**：C2M模式，KOL直接对接品牌/工厂，省去中间环节产生的溢价，商品价格有优势

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.1 场：直播电商销售与营销集为一体

- 直播电商场景兼具销售+营销功能，有助于品牌商实现精准营销、产品宣发，提升营销效率，降低营销成本。
- 传统销售模式下卖货与营销环节割裂，通常是品牌商的营销投入在前、消费者购买行为在后，难以监控营销效果。
- 主播带货为品牌提供销售渠道的同时，作为导购也具有品牌营销、"内容种草"功能，为粉丝讲解产品功能、科普品牌，尤其头部主播适合新品宣发。品牌商通过直播数据分析可精准了解营销效果。

2019年品牌商在各类渠道营销预算投入同比增速

60%
KOL推广

55%
短视频/直播

54%
微信公众号运营







资料来源：秒针系统，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.1 场：直播电商分商家自播、达人直播两类

- 直播电商场景分为两类：商家自播（淘宝等电商平台）和达人直播（淘宝、快手、抖音等平台），其中淘宝平台供应链、商家资源丰富，电商业态发展成熟，淘宝直播中商家自播场次占比为90%，快手等平台以达人直播为主。
- 商家自播依托自有品牌，将店铺私域流量转化，用户多为品牌粉丝，关注品牌动态、新品。达人主播依托自有粉丝，内容生产能力强，直播品牌较为丰富，粉丝对主播信任度较高。

达人直播与商家自播对比

达人直播	商家自播
人格化	品牌化
用户是感情驱动	用户是货品需求
货品每天更新	货品更新不稳定
内容紧凑、转化能力强	流水账展示、转化率一般
创业心态	工作心态
单人直播有时间限制	可多人24小时在线
粉丝从0积累	店铺有私域流量借力
非电商行业出身	电商运营能力强

资料来源：2019淘宝直播商家大会，光大证券研究所

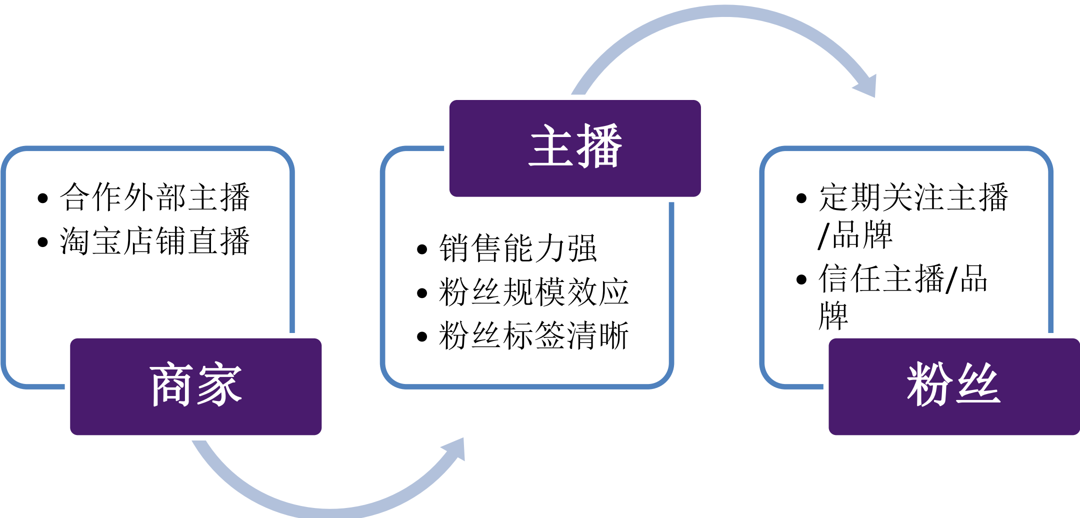
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.2 人：网红主播为直播电商核心角色

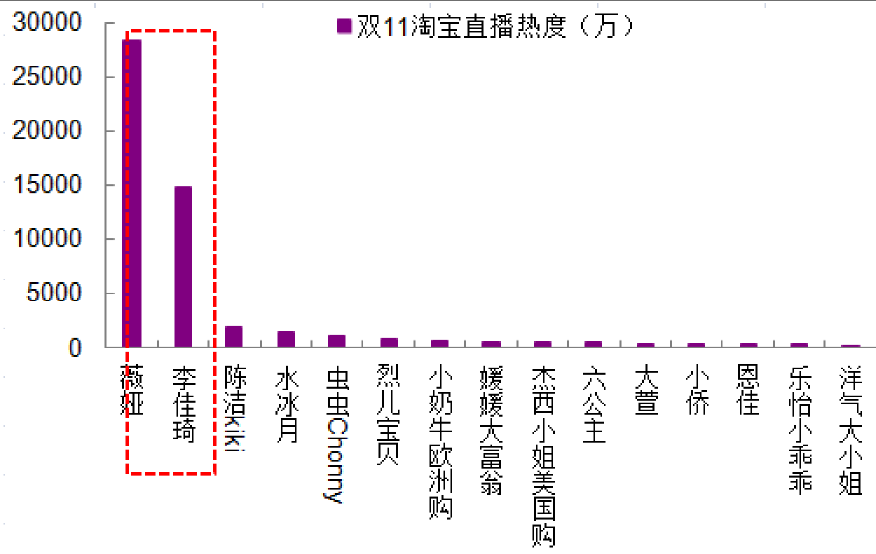
- 直播电商渠道关键在于“人”，KOL（主播）连接品牌与消费者，成为新消费场景下的核心角色和流量入口。
- 带货主播通常具有某些优势（如外表、口才、技能等）吸引粉丝，结合优秀的销售能力（如选品、了解商品、推荐商品等）完成变现，将积累的粉丝转变为有购买力的消费者。主播行业二八分化明显，顶级带货主播较为稀缺。
- 部分头部品牌商除与外部主播合作，选择在自有淘宝旗舰店直播，提高店铺粉丝的活跃度及品牌粘性，转化私域流量，以内部员工作为主播讲解、推荐产品。

直播电商KOL成为关键角色



资料来源：光大证券研究所

2019年双十一淘宝主播直播热度分化明显



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.2 人：网红主播演进历史

- 带货主播是网红经济的一种，网红的诞生由来已久，微博、微信、快手、抖音等主流社交平台出现后网红变现渠道逐渐完善，“网红经济”开始成为热点话题。
- 2G/3G时代，社交平台以文字、图片为媒介，以张大奕、雪梨为代表的微博网红主要销售服装产品，成为初代网红经济的代表。
- 4G/5G时代，视频逐步成为社交新媒介，短视频平台快速崛起，以李佳琦、薇娅、辛巴为代表的直播网红登上历史舞台，带货金额显著放量。

不同类型网红基本情况对比

	图文网红	直播网红
兴起时间	始于2009年3G时代，在2013年后4G时代至今仍占据一定的市场	2015年后短视频成为新兴直播媒介及社交方式
传播媒介	主要以**简短实时信息**（文字+图片）的分享为主	主要以视频为主，包括直播、短视频等
依附平台	早期以微博为主，近年来小红书增长势头迅猛	早期主要是YY、虎牙、斗鱼等直播平台，后来包括快手、抖音等短视频平台及淘宝、拼多多等电商平台
变现模式	主要通过电商变现，**品类较为单一**，以服饰为主，适合图文形式展现；部分通过付费问答、广告营销等变现	早期通过粉丝打赏变现，直播带货出现后通过电商变现，且**品类多样化**，包括服装、食品、化妆品等

资料来源：光大证券研究所

头部主播带货金额显著较高

名称	活跃领域	所属平台	带货情况
李佳琦Austin	美妆个护/美食/居家	淘宝直播	5分钟卖光15000支口红；一场直播卖出15万支唇釉
薇娅viya	居家/美妆个护/美搭	淘宝直播	2018年带货27亿元；2小时带货2.67亿元
辛巴辛有志	居家/食品/酒水	快手	“辛巴演唱会”90分钟带货1.3亿元
散打哥	服饰/电子产品/居家	快手	电商节单日营业额1.6亿元

资料来源：亿邦动力网，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.2 人：粉丝经济是直播电商变现基础

- 艾媒咨询数据显示，2019年中国在线直播用户规模超过5亿人，其中四成直播用户会购买直播推荐的产品。
- 从粉丝的角度，据秒针系统调查，大部分快手用户购买产品原因是性价比高，此外需求相符、视频内容有趣也是重要因素，用户定期关注主播动态，接受主播影响 ，购物行为由主动搜索改为购买其推荐产品、表达对主播支持。
- 直播交互形式更为完备，主播可全面讲解产品信息，尤其是非标品，用户更能直观、清楚了解产品优缺点，做出购物决策。

近年来在线直播用户数量及增速



资料来源：艾媒数据中心，光大证券研究所
注：2019/20数据为艾媒数据中心预测

快手用户购买主播推荐产品的因素



资料来源：《快手平台电商营销价值研究》，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.2 人：淘宝以店员直播为主，网红主播带货效果优于明星

- 从类型来看，目前主播主要分为明星、网红主播及商家店员三类，其中达人直播场景下主要为明星、网红主播，商家自播主要为店员、店长等员工。
- 早期直播主要由网红主播带货，行业较为成熟后部分明星开始直播带货，如王祖蓝、李湘、柳岩等，但由于明星通常档期较满、对商品了解不足、人设不符等因素，整体来看明星带货效果不如同粉丝量级的头部网红。
- 从市场份额来看，在淘宝平台商家自播占比较高（约70%）、店员主播整体带货GMV较大，快手平台主要为网红主播、明星带货占比较小。

不同类型主播基本情况对比

	主要特征	优点	缺点	代表
明星	带货为副业，快手、淘宝等平台均有涉足	明星影响力较大，直播带货兼具营销功能	通常对产品不够了解、销售技巧不足，带货效果不稳定	王祖蓝、李湘、柳岩、范冰冰等
网红主播	早期由平台培育（如淘宝）或自己积累粉丝（如快手），粉丝到一定体量后开始带货	专业度高，带货效果较好	主播人数多，带货产品鱼龙混杂，售后服务为短板	李佳琦、薇娅、辛巴、散打哥等
店员	以淘宝平台为主，消费者主要为店铺私域流量，店员知名度不高	依托品牌知名度，直播场次多	店员直播专业度不高，带货效果不稳定	各品牌店长、店员

资料来源：光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.2 人：达人格局初步形成，腰部主播空间较大

- 经过三年发展，快手、淘宝等平台达人格局初步形成，主播带货能力分化严重。例如淘宝头部主播粉丝数、带货GMV具有显著优势，对品牌方、平台议价能力较强，数量较少；腰部主播数量较大，观看人数、带货金额仅为头部的1/20~1/10，尾部主播带货能力更弱。

- 未来头部主播的培育难度较大，薇娅、李佳琦、辛巴等享受了行业早期发展红利，压缩新头部主播成长空间。但直播电商行业仍处于快速发展阶段，优质主播仍是供不应求，腰部主播仍有较大增长空间，特别是渗透率较低的细分品类。

2019年11月快手直播达人排行榜

排行	博主	博主分类	直播销量（万件）	直播销售额（万元）	直播峰值人数（万人）
1	辛巴辛有志	生活	1474.1	103343.5	8.6
2	初瑞雪	网红美女	174.1	13282.1	7.6
3	爱美食的猫妹妹	美食	164.4	4435	7.3
4	玩家就是玩77	游戏	155.3	9631.4	1.2
5	娃娃	穿搭	143.6	22211.4	4.6
6	贝源哥HYT	网红帅哥	142.9	4291.3	3.3
7	散打哥	搞笑	134.6	16262.1	7
8	芈姐在广州开服装	穿搭	118.5	17879.3	2.1
9	捉只快乐的500万	--	89.7	1456.1	2.6
10	蛋蛋小盆友	穿搭	74.5	11515	5.4

资料来源：飞瓜数据，光大证券研究所

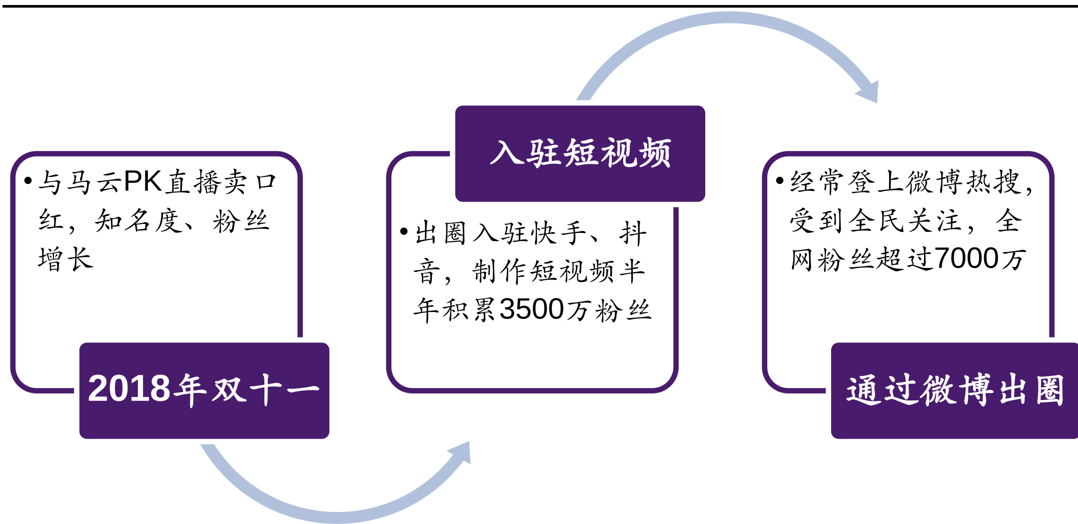
光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.2 人—案例：美妆带货第一主播李佳琦

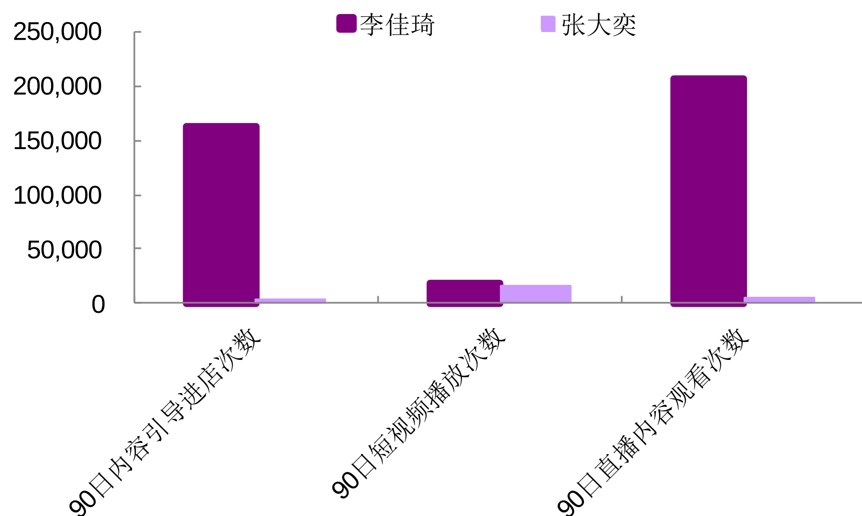
- 李佳琦2015年大学毕业后加入欧莱雅担任BA（美妆顾问），2016年底开始在淘宝直播，打造人设“口红一哥”，2019年跻身头部主播并“出圈”，目前全网粉丝超过7000万，成为直播网红代表性人物。
- 李佳琦成功的关键要素在于：1）最早涉足直播的主播之一，享受行业发展红利，得到淘宝平台、美ONE扶持，并积极探索短视频、微博平台；2）精准打造人设吸引粉丝，并创造个性化标签，辨识度、话题度高；3）工作勤奋，曾365天直播389场、创下涂口红世界纪录等；4）精通化妆品知识，享受化妆品行业快速发展红利。

李佳琦发展历程三个关键点



资料来源：新榜，光大证券研究所

李佳琦淘宝带货数据优势明显（单位：万）



资料来源：淘榜单，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.2 人—案例：由服装转型为全品类头部主播薇娅

■ 薇娅早期尝试过歌手、演艺路线，之后通过线上线下开服装店进入女装行业。2016年薇娅成为淘宝主播并初次尝试带货，4个月后带货金额已达1个亿。2017年薇娅联合创立MCN机构谦寻，直播更加专业化，带货金额显著提升，成为淘宝“直播一姐”，带货品类包括女装、食品饮料、家电、化妆品等。

■ 未来薇娅团队会完善直播业务：1）筹备超级供应链，建立供应链基地，邀请品牌方入驻，锁定优质资源；2）推出商品选秀类综艺节目，由KOL等点评品牌，建立多方沟通渠道；3）继续推出品牌商、KOL等多方联名、定制款商品。

薇娅登上纽约时代广场大屏幕



资料来源：新浪网

薇娅与飞利浦、IOPE合作联名定制款商品



资料来源：搜狐，天猫

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

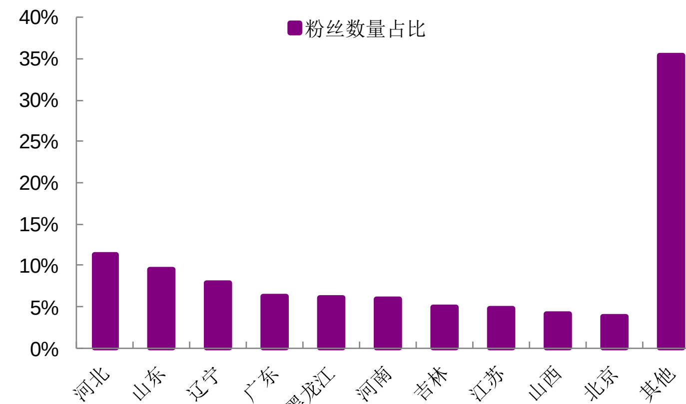
2.2 人—案例：快手平台第一主播辛巴

- 辛巴是快手电商第一主播。2014年辛巴从日本回国从事贸易业务，2016年入驻快手，凭借在各大主播直播间“土豪刷榜”迅速积累了大量粉丝。辛巴于2018年开始通过直播带货，创立自主品牌 “辛有志严选” ，2020年1月在演讲中表示2019年实现直播GMV约130亿元 ，快手粉丝数超过4443万人。

- 辛巴作为快手头部主播，90%以上粉丝来自三四线及以下城市，消费较为理性。辛有志严选定位高性价比，通过规模化、缩短账期等降低供应链成本，为粉丝创造价值。

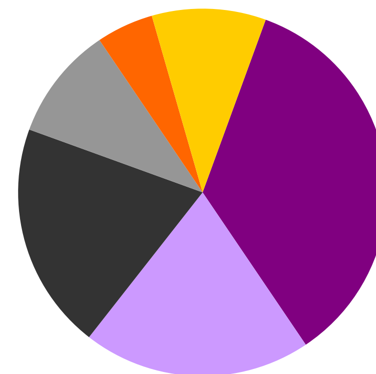
- 在亿邦动力采访中辛巴表示2020年GMV目标为1000亿元，服装、美妆、食品等为主要品类。未来辛巴将继续强化粉丝影响力，增加合作供应链、品牌资源，签约、培育更多主播，全方面影响消费品产业链。

辛巴粉丝地区分布（2020年3月19日数据）



资料来源：知衣炼丹炉，光大证券研究所

辛巴2020年预期GMV目标分品类占比



资料来源：亿邦动力网，光大证券研究所

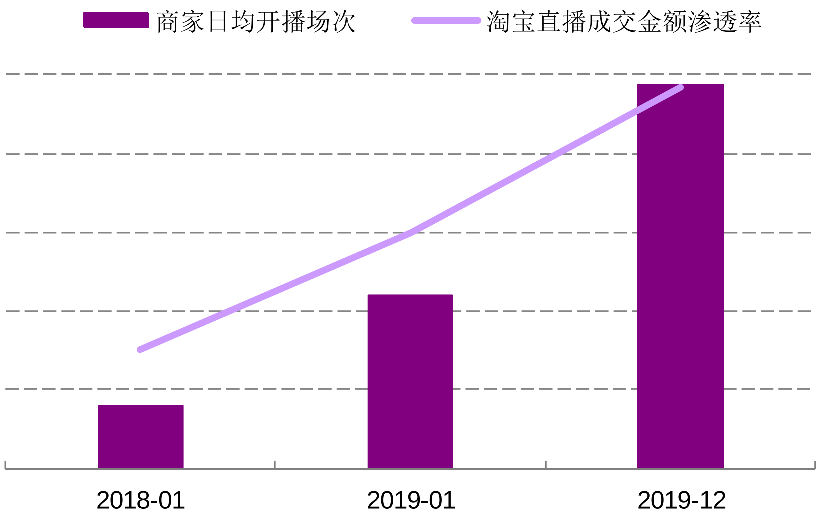
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.3 货：产品线上渗透率提升，淘宝直播品类逐步丰富

- 直播电商产品逐步丰富，涵盖美妆、服饰、食品、家居、数码家电、汽车等品类，加速各品类线上渗透率提升。根据淘榜单发布的《2020年商家直播白皮书》，2019年12月开播商家数量、日均开播场次、淘宝直播成交金额渗透率同比增长近1倍，直播带动商家GMV增速高于大盘平均水平。
- 分行业看，淘宝直播销售以女装、珠宝饰品、食品、美容护肤等为主，主要为淘宝平台传统优势类目，商家参与直播积极度较高。此外汽车、房产等大宗消费品行业及宠物、相机等小众行业同样丰富直播产品品类。

淘宝直播商家参与度快速提升



资料来源：淘榜单，光大证券研究所

淘宝平台不同行业商家均参与直播热潮

	直播参与度	代表性行业
传统行业	商家直播占比最高、销售金额增长最快的行业	女装、珠宝饰品、美容护肤
潜力行业	大宗消费品商家试水淘宝直播、提升线上渗透率，其他行业同样开始把直播作为重要运营工具	汽车、房产等大宗消费品以及电玩、大家电、乐器、运动户外等
小众行业	直播实时性、互动性强，小众品类商家开通直播，丰富行业品类	宠物、相机、钢琴、园艺等

资料来源：淘榜单，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.3 货：快手平台以低价、日用产品为主

- 快手直播销售以低价商品为主，主要品类为食品、生活用品、化妆日化、服装等产品，满足日常基础消费需求。
- 快手平台2019年平均客单价估计在50元以下，低于淘宝直播、抖音等同类平台，品牌效应不明显，适合初创品牌、杂牌等销售。

快手热销商品品类及价格分布（20190911-20191010）

品类	占比	客单价（元）
食品饮料	29.26%	79.45
个人护理	21.01%	44.45
精品女装	13.03%	69.2
纸品清洁	9.84%	11.08
潮流男装	8.78%	50.17
香水彩妆	6.12%	49.19
生活日用	6.12%	73.2
鞋包饰品	1.86%	32.1
手机配件	1.06%	52.97
女性护理	1.06%	19.43
其他	0.80%	90.31
家用电器	0.53%	78

资料来源：卡思数据，火星营销研究院，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.3 货：低价为直播商品最大优势

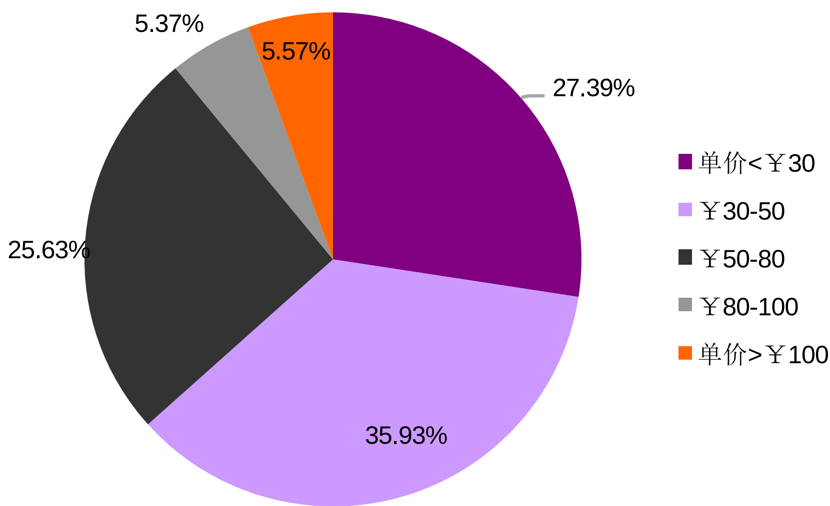
- 直播带货商品以高性价比为主要卖点，主播除输出内容、与粉丝互动以外，为粉丝提供全网低价商品成为引流、宠粉、获取粉丝信任的方式。淘宝、快手主播与品牌商合作通常会要求产品低价保证，尤其是头部主播。
- 低价优惠叠加主播话术技巧容易吸引粉丝冲动消费，优质产品通常会快速售罄，且退货率可控。据秒针系统调研显示，快手用户最关注主播推荐产品的性价比，其次为需求相符、内容有趣。卡思数据监控显示，快手老铁青睐消费物美价廉的商品。

快手用户购买主播推荐产品的因素



资料来源：《快手平台电商营销价值研究》

快手用户购买产品客单价分布（2019年9-10月）



资料来源：卡思数据，火星营销研究院，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

1、直播电商行业介绍

2、直播电商人货场要素研究

3、直播电商发展动力及持续性

4、直播电商内容孵化平台MCN研究

5、直播电商对消费品行业影响

6、风险提示

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.1 直播电商行业近年来快速崛起

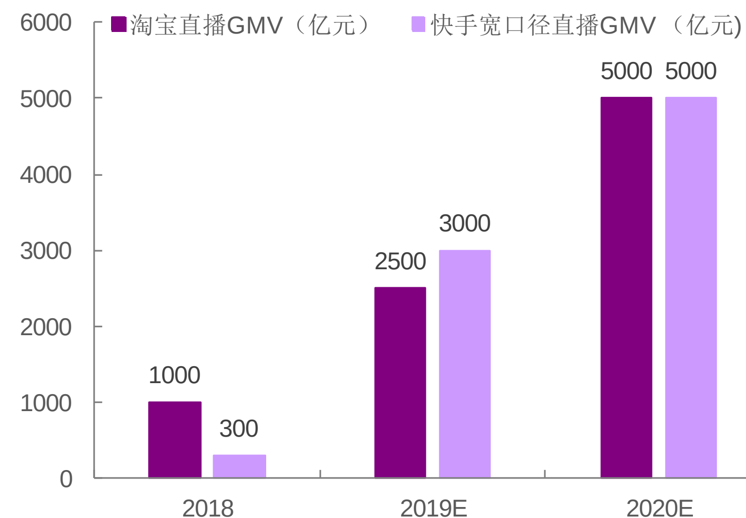
- 2019年直播电商行业实现快速增长，目前仍处于发展早期，李佳琦、薇娅、辛巴等头部主播带货能力惊人，迅速成为社会热点。
- 直播电商主要平台包括淘宝、快手、抖音，2019年淘宝直播电商GMV估计超过2500亿元（2018年约为1000亿元），快手全平台引流带来直播电商GMV估计为3000亿元（保守口径约1500亿元），抖音直播电商GMV估计为400亿元，各大平台上直播电商快速崛起并成为电商行业新的增长极。

快手头部主播辛巴带货能力较强

2019年带货GMV	2019年末粉丝数	主要品牌
133亿元	3700多万（快手）	辛有志自有品牌
2020年带货GMV目标	**粉丝结构**	**长期目标**
1000亿元	90%以上来自三四线及以下城市	辛有志严选供应链服务1000个网红

资料来源：亿邦动力网，光大证券研究所

快手、淘宝直播电商GMV快速增长



资料来源：产业链调研，光大证券研究所预测

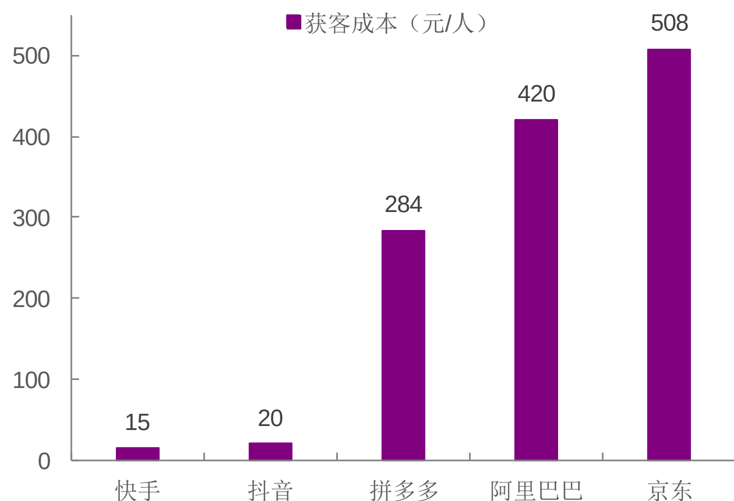
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.2 直播电商发展动力一：短视频平台流量红利

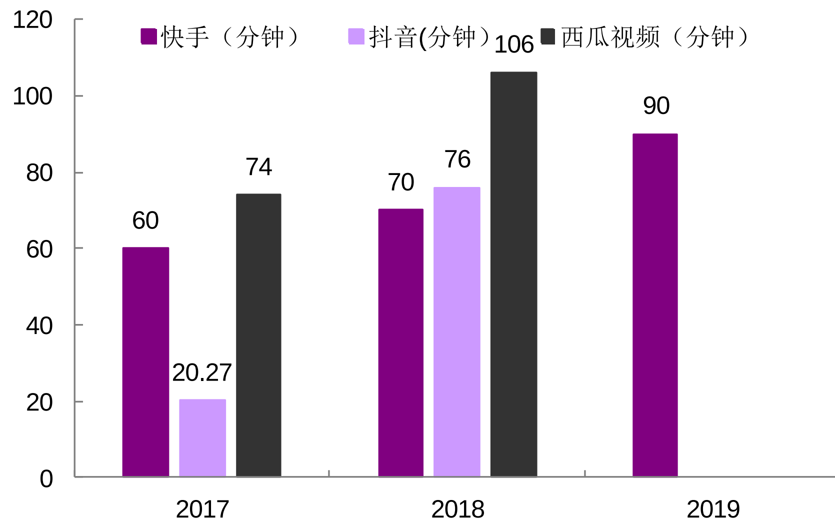
- 新生事物直播电商快速增长的代表平台为快手、淘宝、抖音，而非京东、拼多多、苏宁等，原因之一为短视频流量红利、用户拉新成本较低（淘宝作为组织灵活、人才济济的电商龙头同样把握直播电商风口）。
- 用户短视频APP在线时长持续增加，关注感兴趣的KOL形成社交关系，并愿意观看主播带货或短视频购买推荐的高性价比、优质产品。
- 短视频流量红利催化视频电商，包括直播电商（快手）和短视频电商（抖音），其中直播电商转化效率更高。

2019年各类平台用户获取成本对比



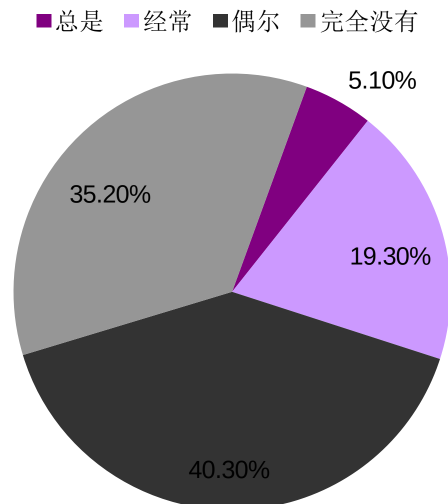
资料来源：Wind，光大证券研究所

短视频平台用户时长持续增长



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所

2019H1直播平台用户观看直播卖货参与度



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

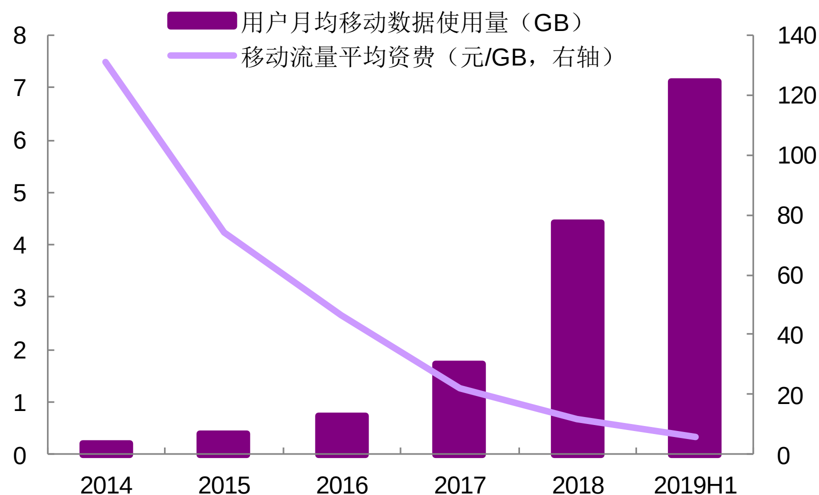
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.2.1 短视频行业快速发展动力1：流量资费下降

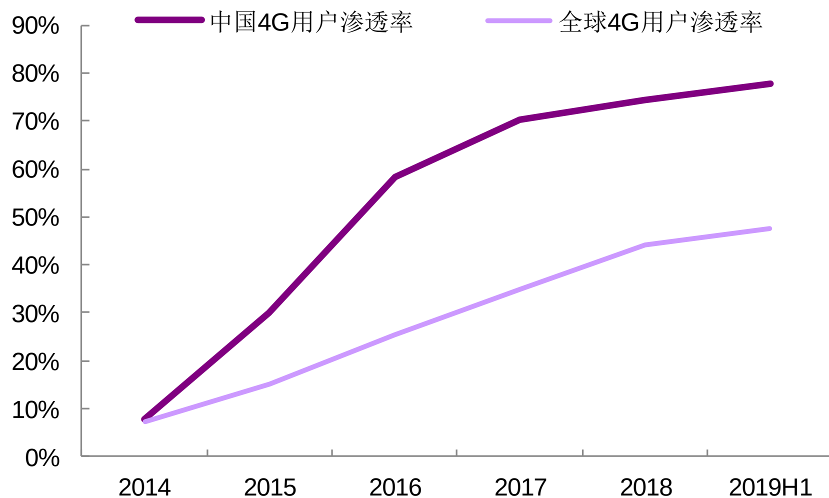
- 短视频行业的快速增长一方面由于4G时代流量资费显著下降，2G/3G时代流量资费较贵，社交媒体以微博、微信等平台为主；
- 2013年后4G逐渐普及，流量资费下降、网络速度提升，加速了智能手机渗透。2019H1我国移动数据流量平均资费为5.6元/GB，较2018年下降34.4%；用户月均移动数据使用量(DOU)为7.12GB，同比增长109.6%。

中国消费者移动流量使用成本、移动数据使用量变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

中国4G用户渗透率高于全球水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

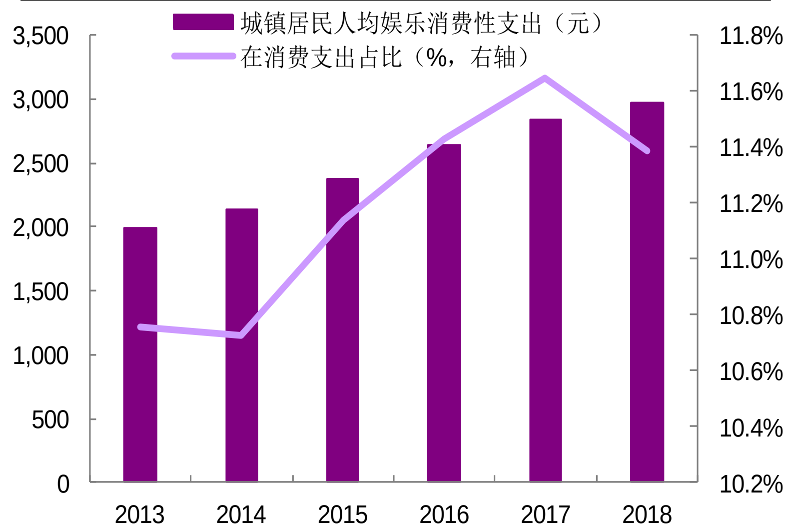
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.2.2 短视频行业快速发展动力2：居民娱乐需求释放

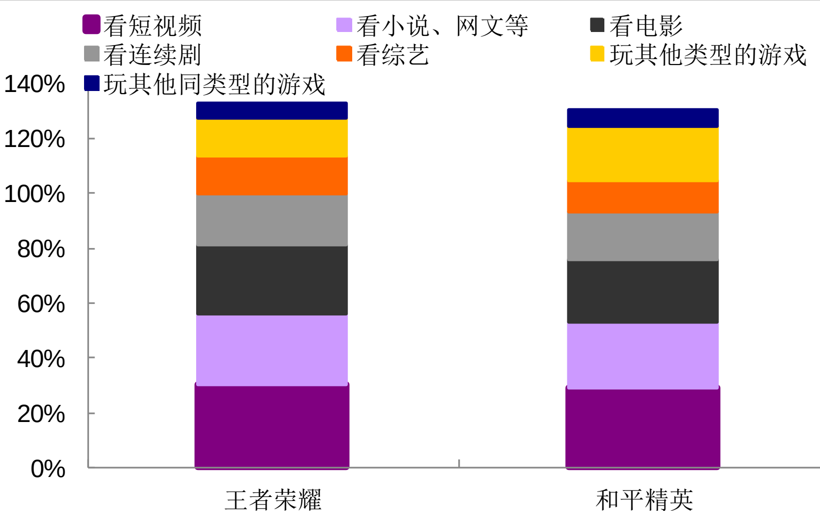
- 随着居民收入提升、消费升级，休闲娱乐需求逐步释放，电影、游戏、综艺等行业迎来增长良机，尤其低线城市消费者用于娱乐的闲暇时间较为充裕。
- 短视频平台内容丰富、娱乐成本低、用户粘性强、上传门槛低，因此受到消费者追捧，并挤占游戏、微信、微博等平台使用时间，带来短视频行业的流量红利。

中国人均娱乐支出及在消费支出占比



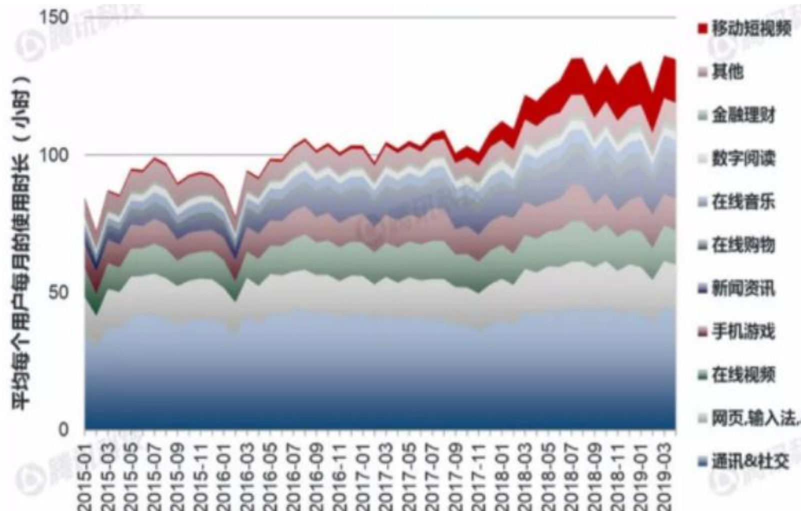
资料来源：Wind，光大证券研究所

头部游戏流失用户的主要去向（2019.10）



资料来源：极光调研，光大证券研究所

中国移动互联网月活跃用户使用时长



资料来源：《2019年互联网趋势报告》

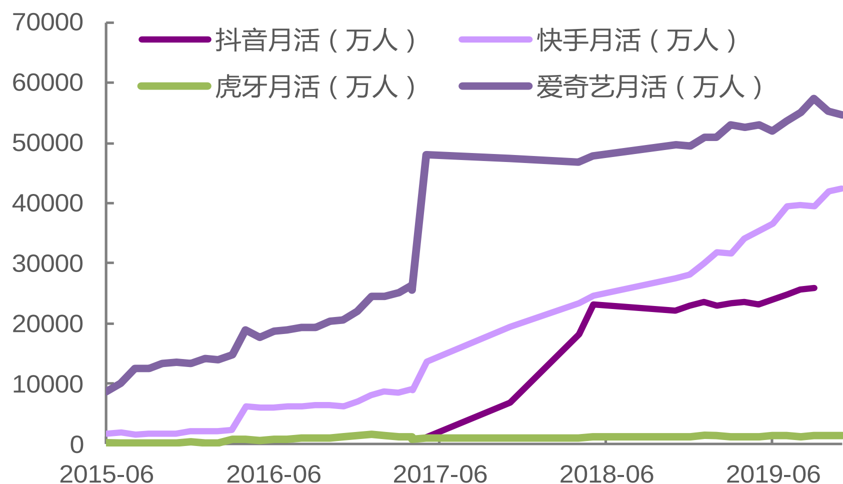
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.2.3 短视频行业快速发展动力3：短视频平台崛起

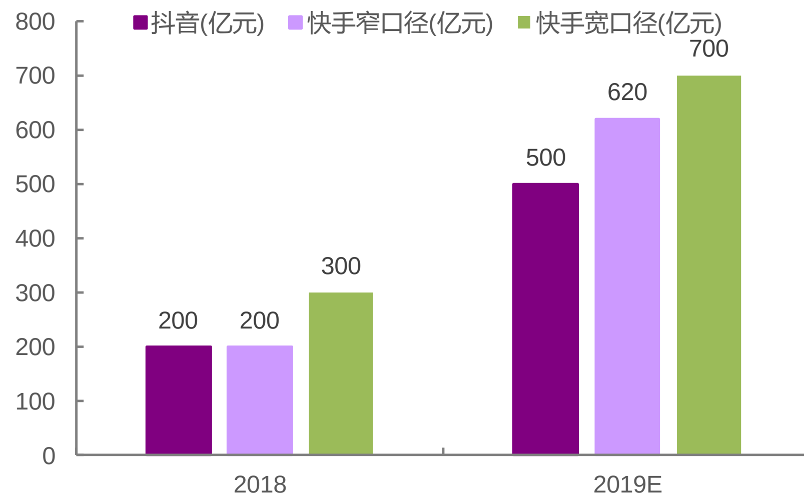
- 从供给方来看，伴随着4G时代红利、居民娱乐需求释放，短视频平台出现，精准满足用户需求，实现快速成长。
- 视频平台分为长视频（优酷、腾讯、爱奇艺等）、中视频、短视频、视频直播（斗鱼、虎牙等），早期视频平台以长视频和直播为主，前者变现模式为会员费、广告，后者为直播打赏、广告，2015年短视频平台快手、抖音出现后采用个性化算法推荐模式，满足消费者碎片化时间娱乐需求，拓展视频直播，用户数、收入体量迅速增加，并探索电商形式增加流量变现途径。

快手、抖音活跃用户数快速增长



资料来源：《2019年抖音数据报告》，光大证券研究所

快手、抖音收入体量迅速增长



资料来源：产业链调研，光大证券研究所预测

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.3 直播电商发展动力二：平台助推直播电商成长

- 电商、短视频平台投入较多资源推动直播电商发展，包括资金、流量、人力等，培育引导用户消费习惯。
- 传统电商如淘宝占据用户时长较短，始终处于流量焦虑阶段，一方面提出内容化战略增加用户时长，2016年试水推广视频直播带货，内部孵化网红并投入资源，带动GMV增长，另一方面外部投资小红书、B站，与抖音签订金额为70亿元的框架协议，抖音开通"直达淘宝"功能为淘宝引流。
- 淘宝作为电商行业龙头率先开启直播业务，孵化李佳琦、薇娅等主播，不断提升直播在生态内部权重，推动商家入驻直播平台。此外京东、苏宁、拼多多等电商平台同样推出直播业务。

淘宝投入资源扶持电商直播发展



资料来源：2019淘宝直播商家大会，光大证券研究所

淘宝直播成长历程



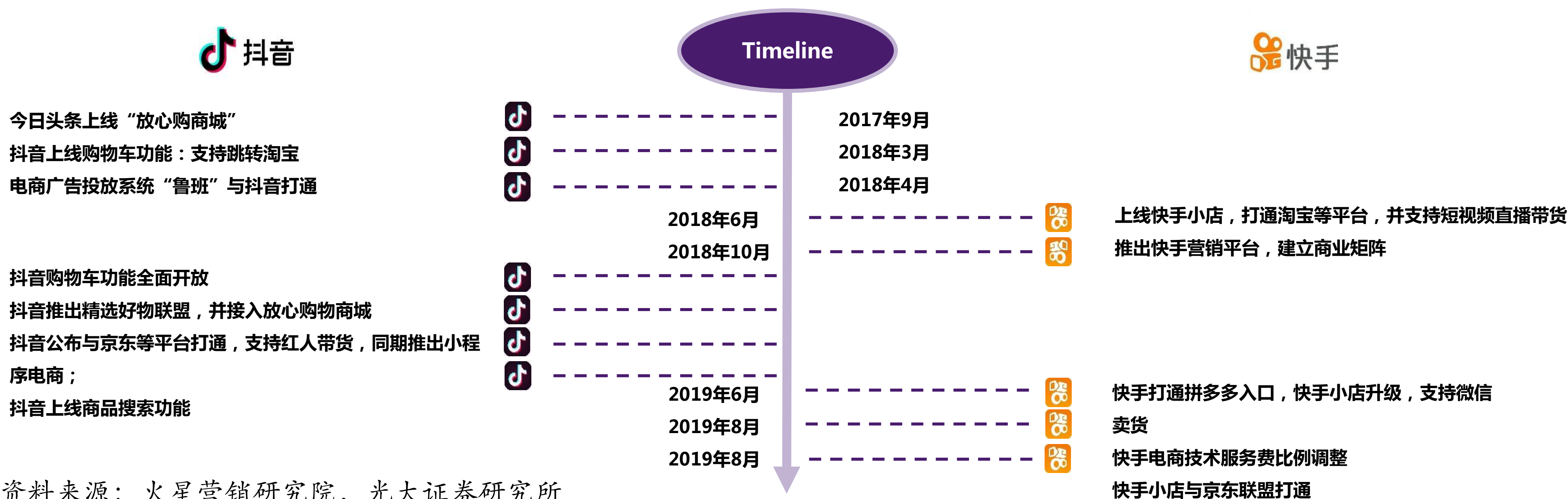
资料来源：2019淘宝直播商家大会，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.3 直播电商发展动力二：平台助推直播电商成长

- 快手、抖音等短视频平台快速成长后积累了巨大的用户体量，并逐步探索商业变现。
- 抖音以中心化为主，推荐精品化、个性化内容，对用户偏好洞察深刻，优质短视频被算法识别后会得到加持并推送给大量用户，曝光率高，但主播与粉丝社交关系较弱。因此商业变现以广告为主，估计占收入约90%。
- 快手以去中心化为主，鼓励腰部主播成长，主播与粉丝社交关系属性较强，早期以粉丝打赏收入为主，2018年后开始探索广告、直播带货等变现模式，并投入资源扶持原产地、产业带、工厂直供、电商达人等类型电商销售。



资料来源：火星营销研究院，光大证券研究所

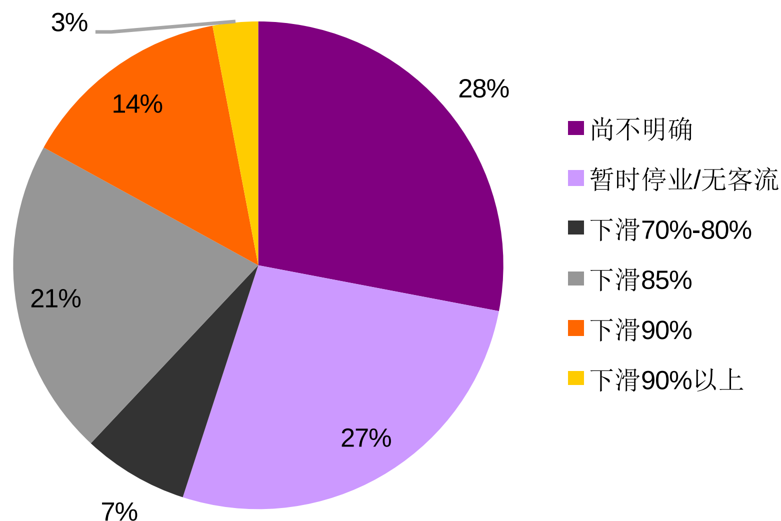
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.4 直播电商发展动力三：传统电商增长放缓，品牌商支持直播

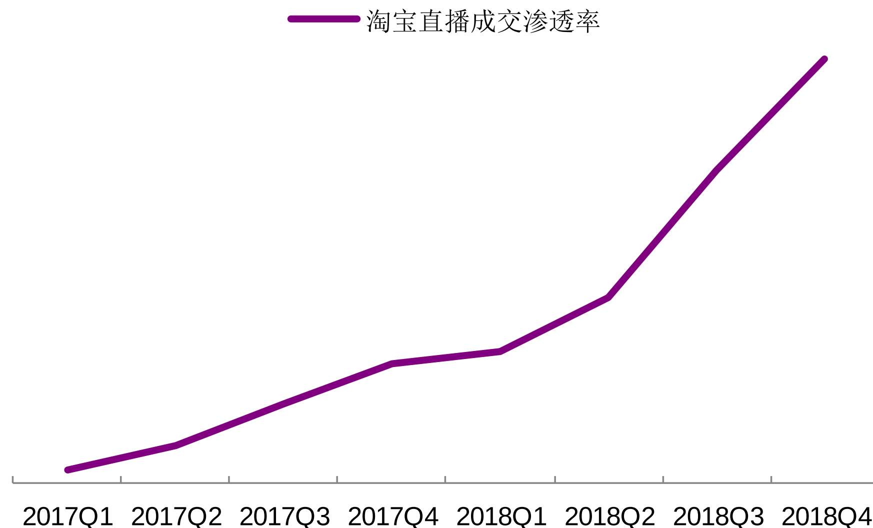
- 随着传统电商渠道增长逐渐面临瓶颈，品牌商认可直播电商行业发展潜力，投入较多资源用于主播达人带货，甚至不惜亏本销售，部分品牌也在淘宝、天猫店铺开启自播，淘宝直播在淘宝平台的成交渗透率快速提升。
- 电商直播一方面可以直接带来线上销售额增长，爆款产品迅速放量，另一方面借助粉丝效应更快地让消费者认知品牌，加强品牌与用户的互动。2020年初新冠肺炎疫情蔓延，线下客流进一步减少，品牌商有动力转向电商尤其直播电商平台进行销售，投入更多资源。

新冠肺炎疫情期间零售业主客流下滑情况



资料来源：高力国际，光大证券研究所

淘宝直播成交渗透率逐季提升



资料来源：《2019年淘宝直播生态发展趋势报告》，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

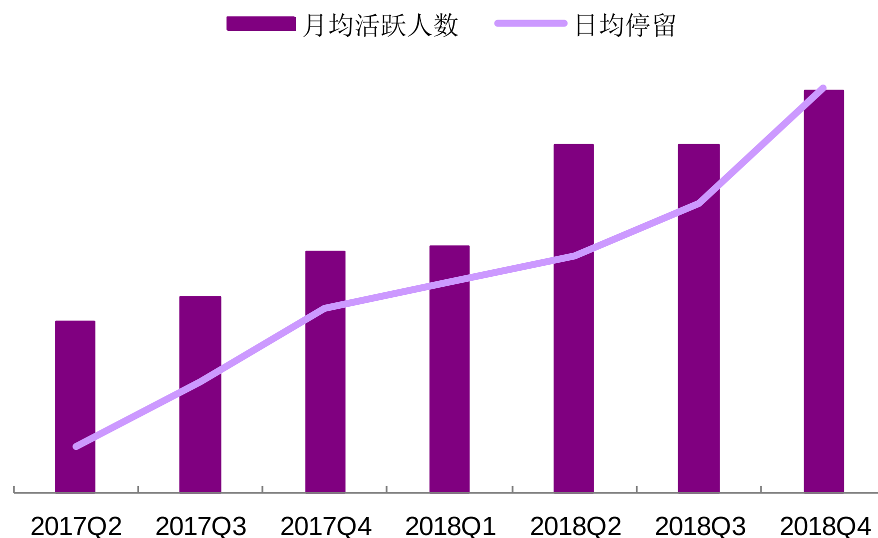
lax889889.com 299520.xyz

3.5 直播电商发展动力四：消费者对直播电商接受度高

■ 随着直播、短视频等平台发展，消费者偏好具有社交、娱乐属性的营销形式，愿意接受KOL影响力购买商品，通过直播比传统图文模式更能直观、全面、真实地了解商品，此外购买主播推荐产品也是粉丝表达对主播支持的方式，直播用户数量持续快速增长。

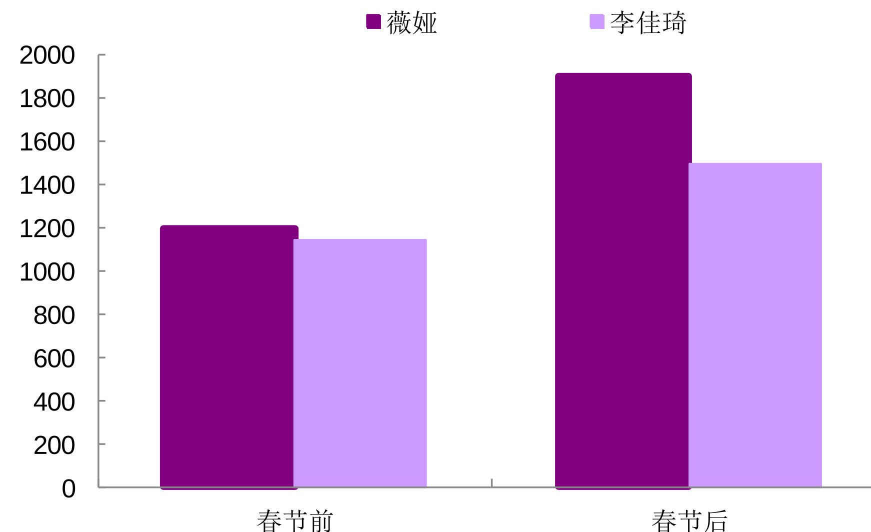
■ 新冠肺炎疫情下多数消费者线下购物、休闲活动受到抑制，选择观看短视频、直播等方式进行娱乐、购物，因此疫情期间快手、抖音等活跃用户数快速增长，李佳琦、薇娅等直播观看人数也显著增长。

淘宝直播核心用户数量及日均停留时长快速增长



资料来源：淘榜单，淘宝直播，光大证券研究所

2020年春节前后头部主播直播平均观看量（万人）



资料来源：卡思数据，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.6 直播电商成长持续性：不仅是新渠道，更是零售流程优化

- 早期微博网红电商带货天花板较低，主要集中在服装，我们认为直播电商成长空间较大，背后的逻辑是除了品类更广、粉丝规模更大以外，直播电商还对零售流程优化和效率提升，为用户创造更高阶价值。
- 传统线下零售产业链长，加价环节多，产品性价比较低。传统线上平台减少了流通环节，但近年来流量红利逐步消失，平台收取费用较高，商品性价比优势减弱。此外传统电商以搜索式购物体验为主，用户对产品认知主要为图片、文字、短视频等，信息维度偏少。

天猫、京东等平台对商家收费标准

	保证金	软件服务费/平台使用费	佣金
天猫	一般为5、10、15万三档。个别品类达30万（医疗健康）	一般为3万，6万两档。个别品类会高达50万，120万（新车/二手车）等	一般集中在2%，5%两档。总体上依据品类差异分布在0.5%-10%不等
京东	一般为3，5万两档。也会有一些品类到达6万（电脑设备，存储设备等），10万（奢侈品，洋酒，奶粉，无人机等）或者更高（汽车类）	平台使用费：统一为1000／月。极个别品类500元／月或免费（如票务、酒店预定）	一般集中在5%-8%。总体上依据品类差异分布在2%-10%不等，个别免收。京东上各品类佣金差异较为明显，具体还需以自己的品类来计算

资料来源：公司官网，光大证券研究所

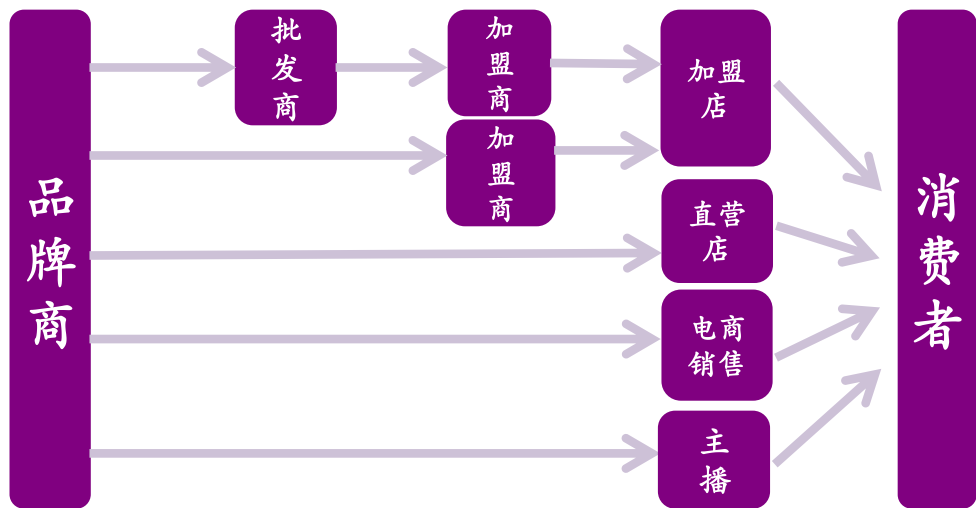
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.6 直播电商成长持续性：不仅是新渠道，更是零售流程优化

- 直播带货对零售的改造：1）主播作为销售渠道，短视频流量红利下粉丝营销成本较低，降低渠道成本；2）品牌直接通过主播触达消费者，减少中间环节和渠道成本；3）主播尤其是头部主播粉丝效应明显，有效带动爆款产品线上销售，通过规模效应进一步降低产业链成本。
- 此外以辛巴为代表的快手头部网红推出自有品牌，直接对接供应链，打造直播电商的“网易严选”模式，主播通过减少中间加价环节、去品牌化以及粉丝经济下低成本引流红利，推出高性价比产品得到消费者认可。

直播带货进一步精简销售渠道环节



资料来源：光大证券研究所

辛有志爆款商品销售价格处于较低水平（2020年3月）

产品	辛有志严选售价	天猫一般售价
美白牙膏	39.99元/两支	55元/两支
花青素补水面膜	69.99元/10片	83.19元/10片
棉密码眼罩-热敷片	29.99元/5片	51.28元/5片
小金猪元气皂	29.99元/个	39.99元/个

资料来源：快手小店，天猫，光大证券研究所

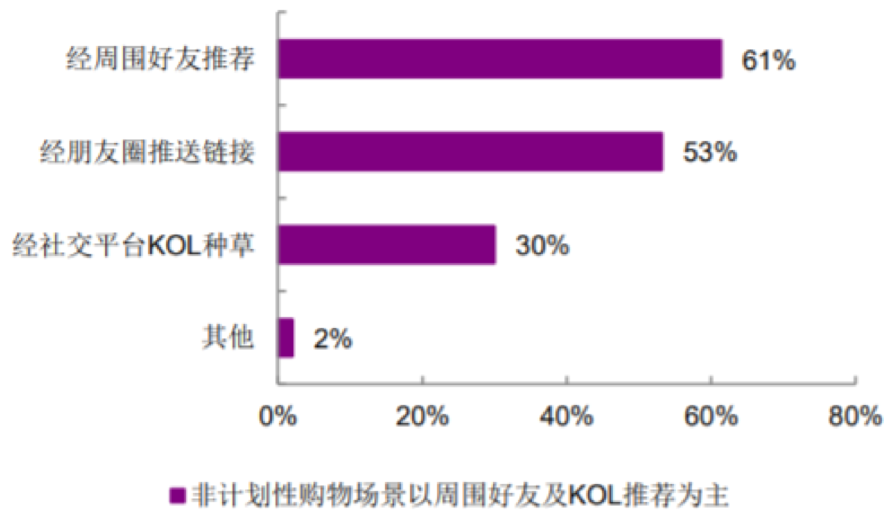
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.6 直播电商成长持续性：新场景持续为用户创造更多价值

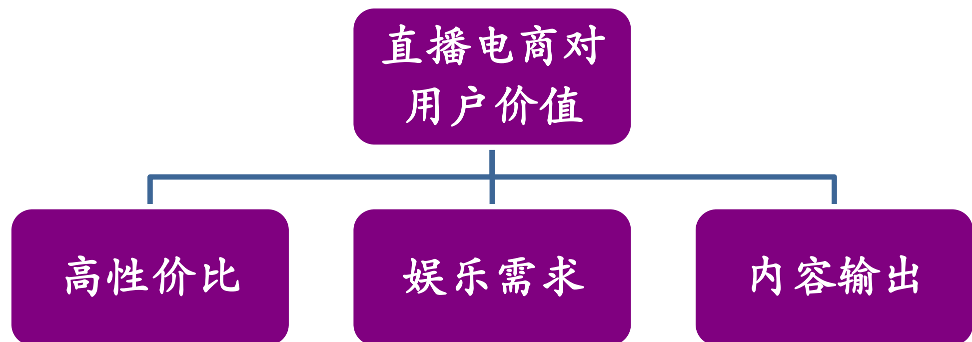
- 与微博网红相比，直播电商实现线下（优秀）导购线上化，未来有望成为类似购物中心、百货商场的新的消费场景，未来消费者将持续参与直播电商购买产品。
- 相比其他渠道，直播电商为用户创造更多价值：1）主播直接对接品牌，销售商品价格低，满足用户高性价比需求；2）消费者购物容易受KOL、好友影响，主播具有顶级话术，吸引消费者非计划性购买；3）主播大都对特定行业、商品知识储备丰富，通过视频介绍产品、使用体验，持续输出内容吸引粉丝关注、购买。

消费者非计划性购物需求主要由社交关系引发（2019年）



资料来源：尼尔森，光大证券研究所

直播电商为用户创造价值



资料来源：光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.6 直播电商成长持续性：电商内容化是长期趋势

- 直播电商将为用户持续创造价值：从性价比角度，直播电商兼具销售及营销效果、降低营销成本，粉丝规模效应分摊费用投入，支撑高性价比优势持续；从娱乐角度，用户观看视频娱乐方式将长期存在，未来短视频、电商平台继续重点发展直播带货；从内容输出角度，品牌商持续推出新品，粉丝愿意关注主播内容产出及推荐产品。
- 从平台角度，电商与内容的结合是长期趋势，平台希望为用户提供优质内容增加留存时间、发展电商实现高效变现，用户对购物体验的要求也越来越高，直播电商购物场景将持续提升平台、用户、服务商等利益。



获取更多报告、短视频直播方案请扫码添加微信

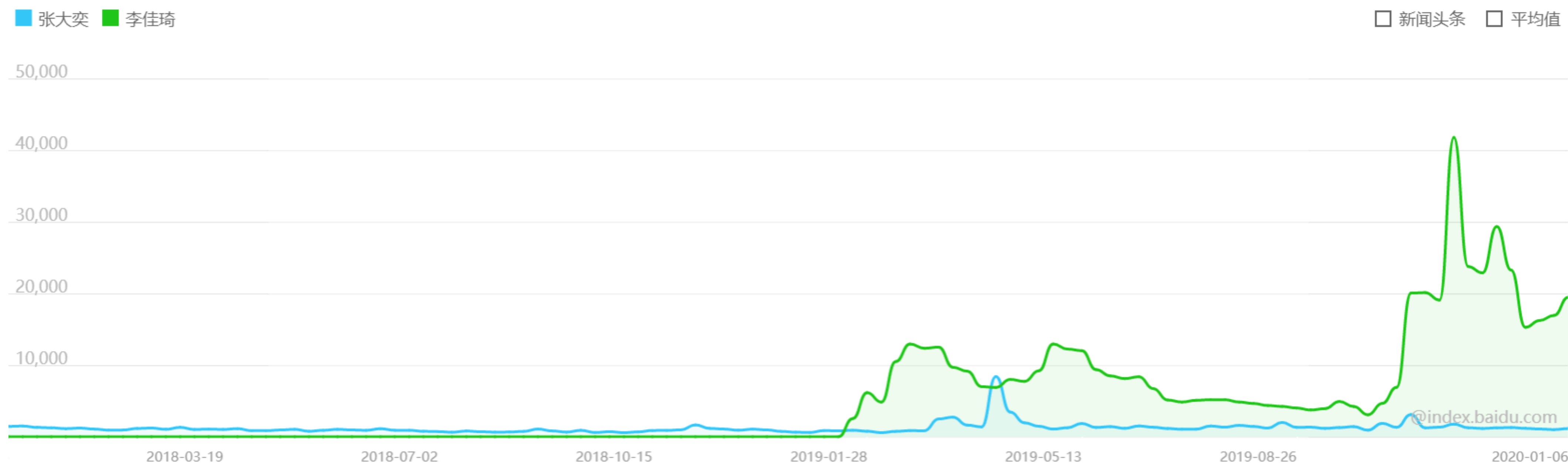
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.6 直播电商成长持续性：短期难以出现替代者

- 在3G向4G时代升级过程中，视频社交平台出现对文字/图片社交平台产生冲击，直播网红对原有微博网红产生替代影响，吸引用户更多注意力。
- 目前短视频等平台仍处于快速增长期，消费者关注度、在线时间持续提升，在可预见的时间难以出现新的媒介吸引用户，冲击视频观看时间，直播电商赖以生存的土壤仍存。

微博、直播网红代表百度指数对比



资料来源：百度指数

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

1、直播电商行业介绍

2、直播电商人货场要素研究

3、直播电商发展动力及持续性

4、直播电商内容孵化平台MCN研究

5、直播电商对消费品行业影响

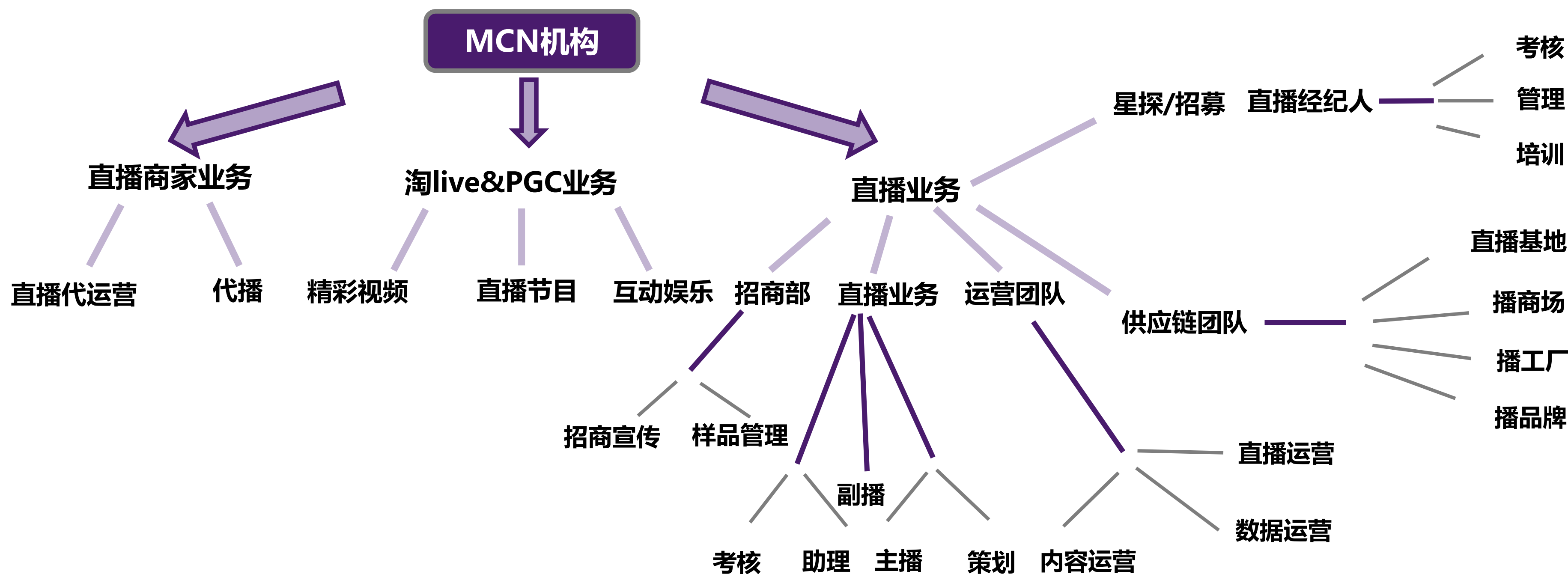
6、风险提示

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.1 MCN机构职能：聚焦内容生产、输出、变现

- 直播电商与传统电商区别在于更为丰富的内容生产、输出、变现，平台通常承担制定规则、吸引流量、促成交易等职责，不直接输出内容，内容生产主要由网红及相应的MCN机构负责。
- MCN全称为Multi-Channel Network，主要依托电商、社交、视频等平台，整合内容创作者资源（如网红、UP主、大V等），进行持续内容生产、输出并实现商业变现。MCN早期以微博、微信平台图文内容运营为核心，短视频、淘宝直播出现后新MCN不断涌现，以视频为内容媒介。



资料来源：播布斯，光大证券研究所

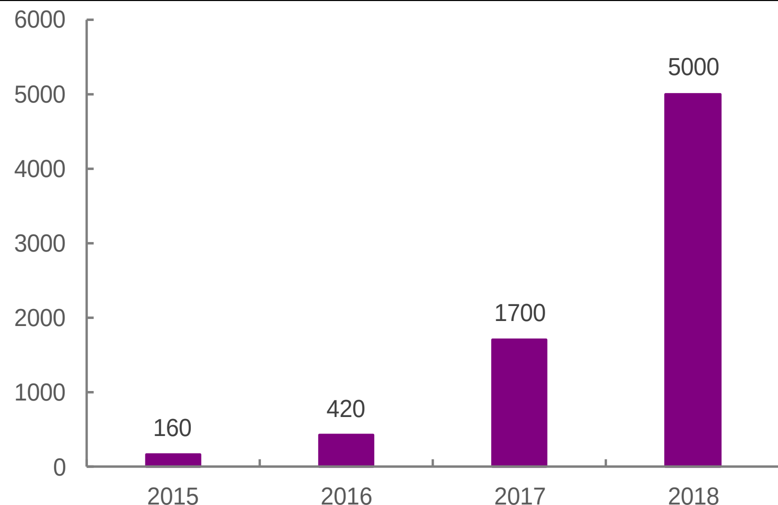
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.2 MCN行业：处于快速增长期，竞争格局分散

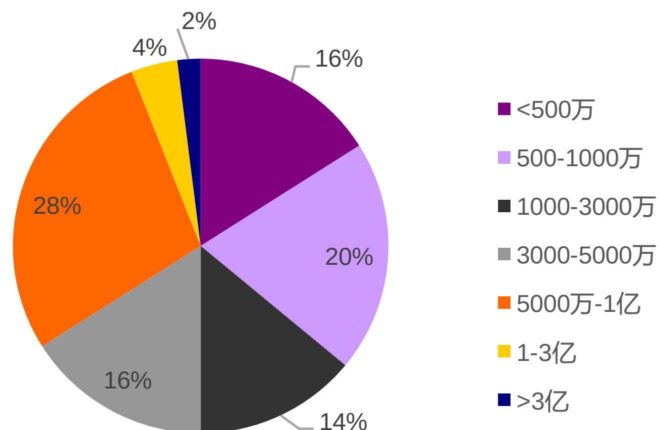
- 2015年以微博为代表的初代网红经济出现后，MCN行业开始快速增长，克劳锐数据显示2015-18年中国MCN机构数量持续扩张，2017-18年各大平台推出“内容补贴”战略鼓励内容输出、吸引用户，叠加短视频、电商直播行业快速发展催化，MCN机构数量显著增长。
- 目前MCN行业仍处于快速增长阶段，行业进入门槛低、竞争格局分散，尤其是直播平台的MCN机构发展时间短、市场占有率较低，龙头有待脱颖而出。

MCN机构数量快速增长（单位：个）



资料来源：克劳锐指数研究院，光大证券研究所

2018年MCN机构营收规模分布



资料来源：克劳锐指数研究院，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.2 MCN行业：马太效应明显，集中度有望提升

- 由于主播头部效应明显，粉丝数、带货金额显著较高，对上游品牌商议价能力强，反过来又能拿到更好/低价的货源吸引、维护粉丝，实现正向循环。

- 因此MCN机构尽管行业格局分散，未来集中度有望快速提升，拥有头部主播、批量主播孵化能力的机构将抢占更多品牌商、粉丝资源，体量扩大后对主播、平台、品牌的话语权也将提升。

- 淘宝直播发展时间相对较长，头部MCN机构初露头角，谦寻文化、美腕、构美、纳斯等培育出头部主播，粉丝数、主播影响力、商业价值、直播价值等均处于较高水平。

淘宝头部MCN机构商业价值排名（2019年11月）

机构	机构指数分	商业价值分	主播影响力	主播孵化能力	总粉丝数	代表主播
谦寻文化	909	954	1000	921	3848.9万	薇娅、阿希哥
美腕	845	937	1000	211	1566.4万	李佳琦、胡月明
蚊子会	818	933	305	500	1015.1万	Fashion美美搭、小丫MOMO
本新文化	751	828	347	556	321.5万	大欢欢111、SHIRLY李欣瑜
明睿传媒	755	859	155	515	382.4万	花花Daisy、呼呼美呼
构美	794	939	202	318	2518.6万	赵大喜、徐琳
集淘	761	899	240	369	1305.1万	叶宝宝、仙女小洋洋
纳斯	770	906	251	352	1537.9万	六公主、商商sunny
阿卡丽	744	867	419	180	371.4万	恩佳N、李点点
秀猪	712	837	190	208	579.7万	小小玉米Corn、雅雅子古丽

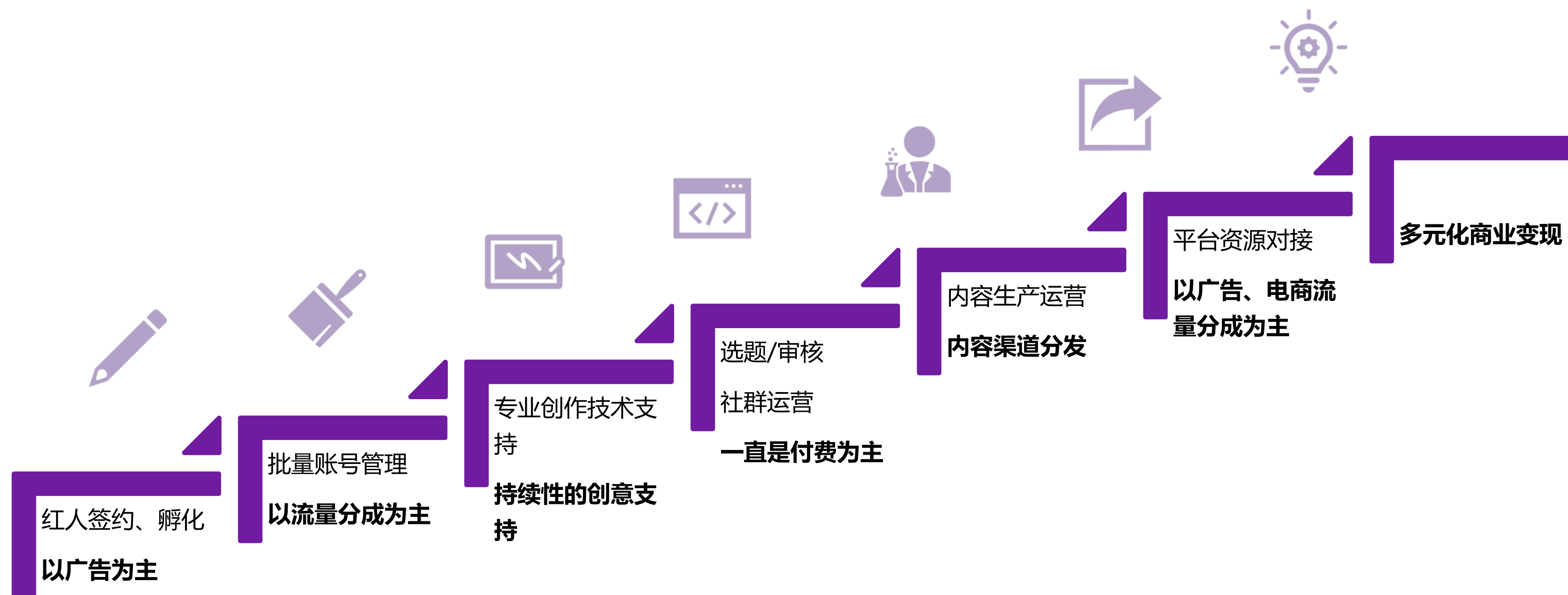
资料来源：淘榜单，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.3 MCN机构商业模式：围绕直播内容生产

- MCN机构具体业务主要为网红签约、孵化、内容创作、社区运营、内容分发、平台对接等。
- 对于直播电商来说，MCN主要从事网红与品牌撮合、网红孵化、供应链管理、电商代运营等业务，涉及范围较之前MCN更广，商业模式更为多元化，收入空间更大。



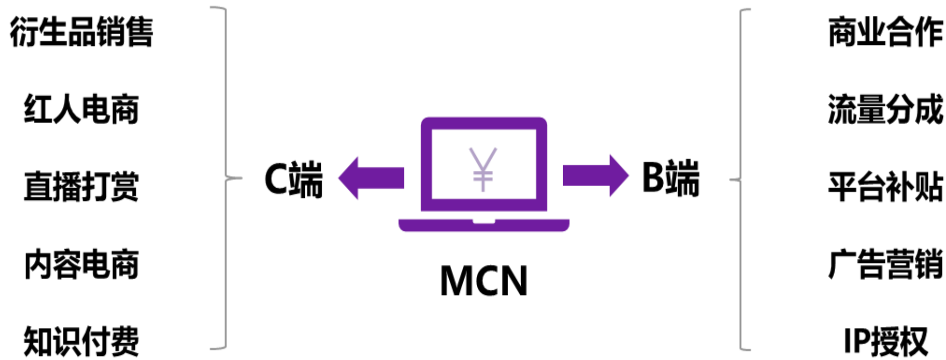
资料来源：克劳锐指数研究院，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

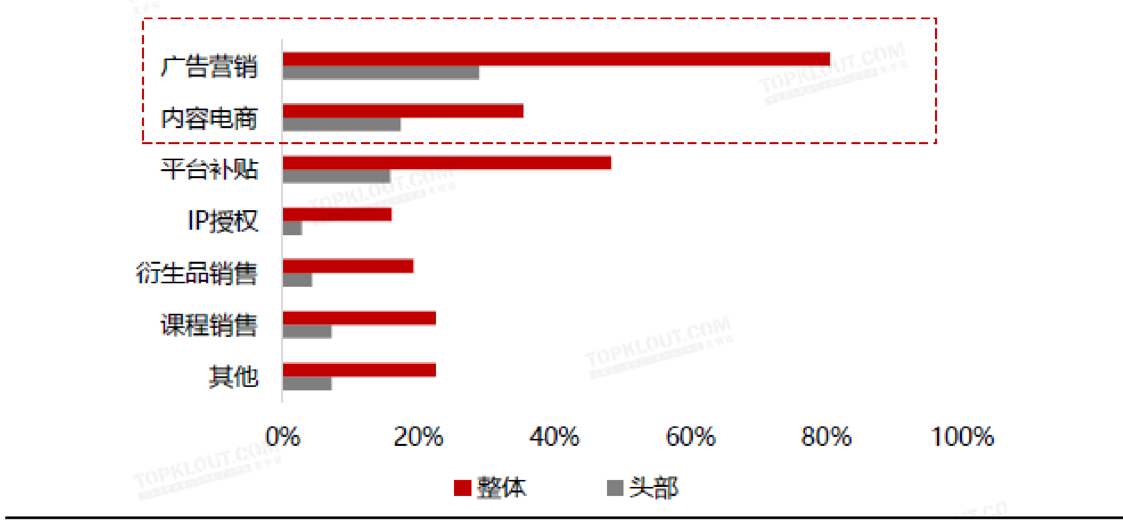
4.4 MCN机构盈利模式：电商变现潜力较大

- MCN机构主要盈利模式为内容变现，包括C端红人电商、直播打赏、知识付费及B端的商业合作、流量分成、广告营销、IP授权等；变现方式分为电商类、营销类、内容类等。
- 传统MCN机构以广告变现为主，直播MCN主要是电商类变现，内容电商潜力持续释放，收入增速较快。



类型	运营模式	代表企业
电商型	孵化网红个人品牌，网红负责内容产出，MCN负责网红孵化、供应链管理、店铺运营、粉丝运营 **收入来源为带货收入或销售分成**，与商家品牌合作获取货源，根据产品品类、资金实力、仓储物流能力等选择代销或经销	如涵、美腕、谦寻、纳斯等
泛内容型	以内容制作能力为核心竞争力，产出专业化、娱乐化的图文、短视频等产品，**收入来源主要为IP授权变现、广告营销等**	二更、新片场、青藤文化等
营销型	整合大批量网红账号形成流量池，多渠道分发触达潜在消费群体，为广告主推荐最佳整合营销方案，**收入来源主要为广告营销**	橘子娱乐、蜂群文化等

2018年不同收入规模的MCN机构主要变现方式



资料来源：克劳锐指数研究院，光大证券研究所

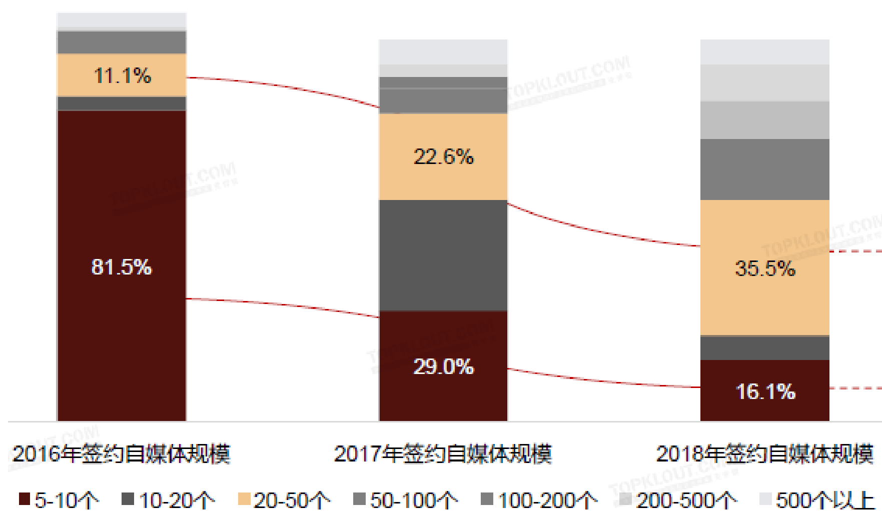
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.5 MCN机构竞争要素：标准化网红孵化为核心

- 网红类似于明星，流行周期较短，MCN机构核心竞争优势在于持续孵化、培育直播网红，尤其是稳定的腰部网红梯队，把握用户/粉丝需求。因此MCN需要有专业化、标准化网红孵化体系，成熟的短视频制作体系，账号管理及粉丝运营能力。
- 目前直播平台头部主播多以MCN公司形式运作，签约孵化更多网红，如李佳琦、薇娅、辛巴，由个人IP向机构化转型。

MCN机构签约账号规模分布情况



资料来源：克劳锐指数研究院，光大证券研究所

头部主播成立MCN公司向机构化转型



资料来源：克劳锐指数研究院，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.5 MCN机构竞争要素：标准化网红孵化为核心

- 头部网红打造具有偶然性。因此直播MCN通常会打造标准化红人孵化流程，大量招聘素人面试、试镜，并利用头部主播导粉带动腰部、尾部主播，提高网红知名度。
- 此外，直播MCN机构通常也会与外部网红合作带货，分成比例较低，但可变现供应链、品牌资源，拓展收入来源。
- 头部主播在流量红利逐步见顶后会考虑“出圈”，向明星、艺人转型，探索更多收入来源，也需要MCN机构支持。

MCN机构签约账号规模分布情况

时期	课程
Step1 录制考核视频	视频角度及歌曲类型交流
Step2 直播基础视频	妆容、坐姿、直播基础用于及理解、平台界面介绍、平台礼物分成、平台规则等
Step3 直播强化视频	根据个人特点直播基础用语及礼节实施效果反馈、游客常见问题解答
Step4 粉丝维护及直播节奏培训	如何识别游客类型、不同游客维护方式、直播内容设计、气氛营造及节奏把握
Step5 才艺培训	唱歌、舞蹈、乐器等
Step6 直播临场控制	直播时遇到的任何特殊性或临时性事件处理方式

资料来源：克劳锐指数研究院，光大证券研究所

部分头部带货主播“出圈”转型



资料来源：克劳锐指数研究院，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.5 MCN机构竞争要素：优质品牌和供应链保障能力

- 直播MCN机构主要通过电商变现，优质货品是维持用户忠诚度、保障主播持续带货的重要资源。MCN直接连接品牌商与主播（粉丝），规模化、去中间化降低渠道费用，背后需要优质供应链团队寻找能快速反应、满足粉丝痛点、具有性价比优势的商品，例如李佳琦拥有百人选品谈判团队、薇娅筹建超级供应链提供货源。
- 目前主播主要对接优质外部品牌商货源，销售商品价格低于其他多数渠道，部分主播如辛巴直接对接优质工厂货源，打造“辛有志”自有品牌。淘宝也扶持众多产业带、直播基地，为主播提供供应链资源。

头部主播合作品牌/供应链情况

	与主播合作的主要品牌/供应链
李佳琦	欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等知名化妆品品牌及珀莱雅、完美日记、百雀羚等国内化妆品品牌，始祖鸟、波司登等知名服装品牌。
薇娅	阿迪达斯、圣罗兰、一叶子、洽洽瓜子、华为、飞利浦等知名品牌，包括服装、食品、化妆品、家居等品类。
辛巴	自有品牌“辛有志”，涵盖化妆品、个护、家居等品类，优先选择国内优质供应链合作（如丸美、沃尔玛等供应商）。
散打哥	自有品牌“散打哥”，以食品为主，并与两面针、百雀羚、一叶子、七匹狼、小米、vivo等外部知名品牌合作。
李子柒	自有品牌“李子柒”，以食品为主，合作供应链多为呷哺呷哺、小龙坎、黄记煌等餐饮品牌供应商。

资料来源：光大证券研究所

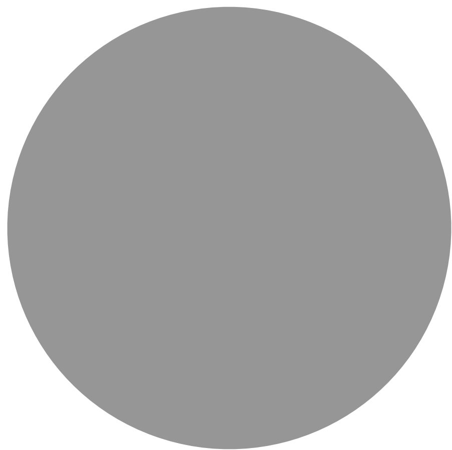
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.5 MCN机构竞争要素：资金优势打造行业龙头

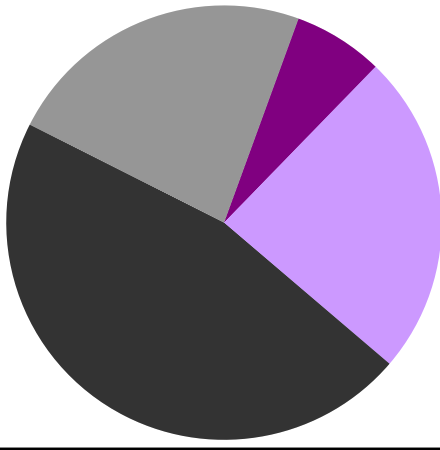
- 目前直播行业处于快速发展前期，竞争格局分散，MCN机构需要资金优势快速扩张规模，抢占市场份额：1）MCN网红签约及孵化需要资金支持，买粉、打榜、直播引流等均需要大量资金投入；2）部分MCN需要买断商品备货，从而资金需求较大；3）MCN机构需要持续延伸选品、电商运营、物流、客服等环节，需要资金投入。
- 克劳锐2019年发布的行业白皮书显示，多数MCN机构在关注融资机会或正在规划融资，不断强化自身竞争力，在直播行业中脱颖而出。

2019年资金紧张MCN机构未来融资计划



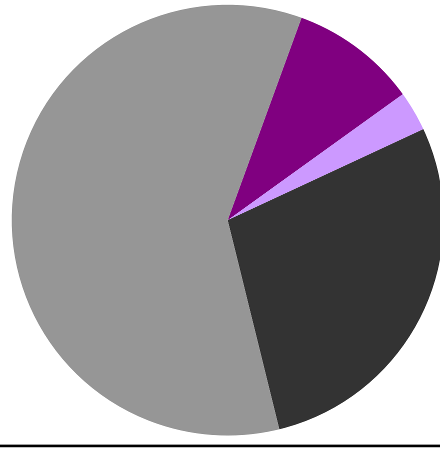
资料来源：克劳锐，光大证券研究所

2019年资金充裕MCN机构未来融资计划



资料来源：克劳锐，光大证券研究所

2019年资金正常MCN未来融资计划



资料来源：克劳锐，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.5 MCN机构竞争要素：电商运营优势

- 直播MCN机构多数通过电商变现，涉足电商运营业务，包括上新、引流、直播、销售、客服等，部分涉足仓储、物流环节。
- 电商运营能力包括与平台良好的关系、及时把握平台规则、获取平台支持引流、仓储物流资金投入、成熟的电商运营团队等。淘宝、快手等主播电商流量规则复杂且变化较快，需要MCN及时调整电商运营战略。

快手建立电商业务生态，需要MCN具有电商运营能力

雷霆计划：专项打击违规行为，保障用户权益，进一步规范快手电商交易流程

商家评分：评分机制筛选优质商家，处罚违规商家，实现用户权益最大化

靠谱好货：盘出靠谱好货，建立消费信心，引入优质供应链，为用户提供“靠谱”商品库，良性变现。

电商短视频：通过增加短视频电商在曝光，提升中长尾的电商作者数量，让创作者得到更多价值支持



种草内容：通过一些好物分享内容产生社交沉淀，积累和深耕私域流量价值

流量扶持：提供百亿元流量扶持优质内容生产者，增加其更多的曝光量；与MCN等2000家机构达成合作，探索达人孵化和商业变现的模式

快手种草王：评选优质好物分享者，鼓励种草营销

零售宝：通过和产业带、原产地、批发市场等商铺密集型商家合作，降低快手商户成本，让用户获利

资料来源：克劳锐指数研究院，光大证券研究所

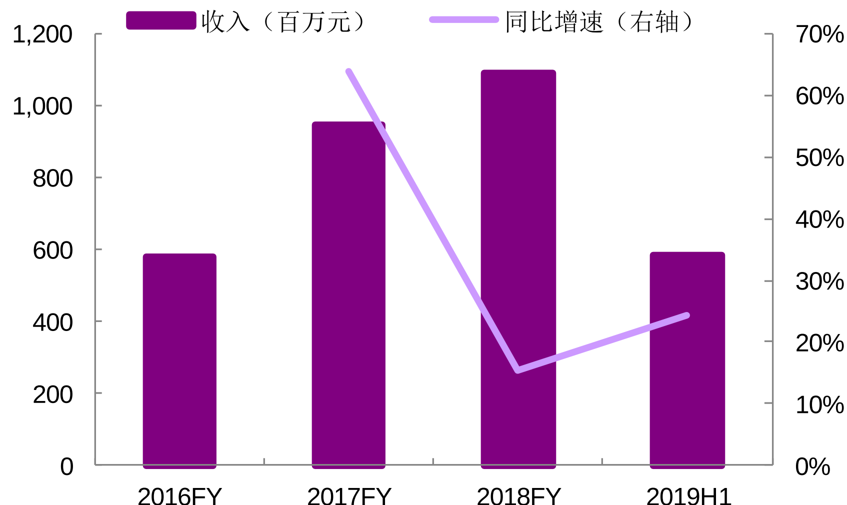
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.6 MCN行业发展：天花板打开，看好头部成长性

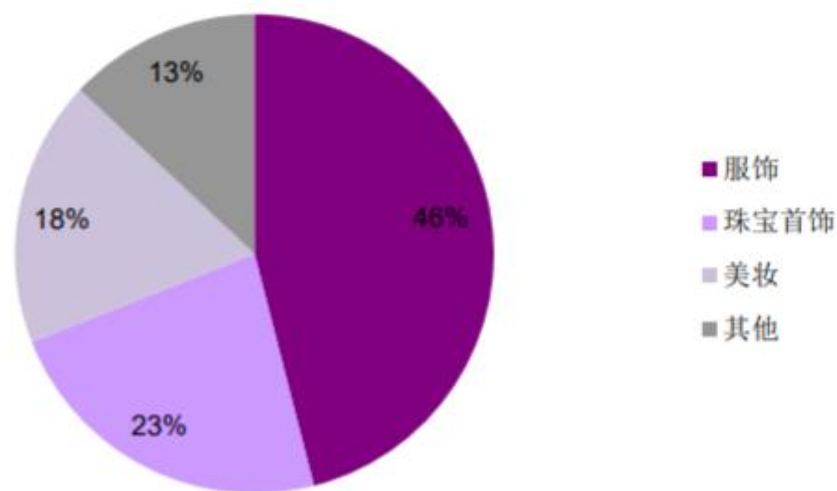
- 海外及国内微博主导的初代网红经济下未诞生大体量MCN机构，主要由于多数MCN以广告营销变现为主，收入占比较小，电商变现MCN如如涵等以服装销售为主，较为依赖头部网红，收入体量较小。
- 我们认为直播平台下MCN机构成长天花板更高：1）商业模式变化后MCN机构收入由广告营销改为电商带货，收入能够快速放量，实现收入提升；2）直播带货品类更为丰富、客单价更高，适合标品爆款产品放量销售；3）直播电商行业空间更大，头部MCN借助人、货、资金优势有望抢占更多市场份额，行业集中度提升。

如涵近年来收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

2019H1淘宝直播GMV结构中高单价珠宝首饰占比较高



资料来源：产业链调研，光大证券研究所

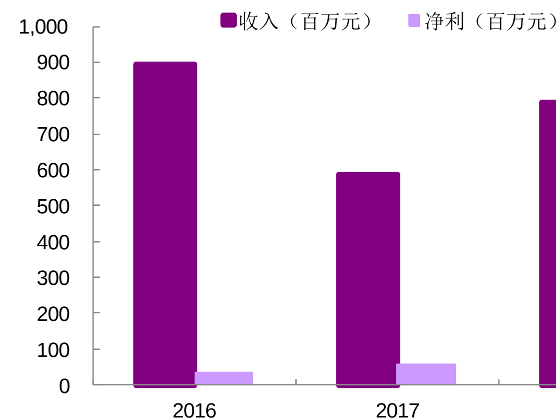
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.7 上市公司—星期六：旗下遥望网络涉足电商直播

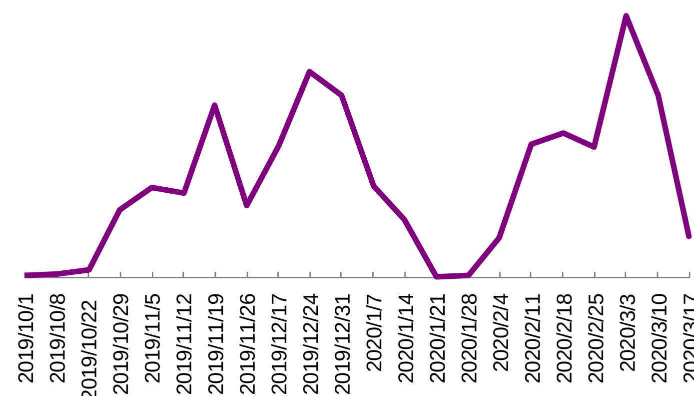
- 遥望网络成立于2010年11月，2018年开始涉足抖音短视频、快手直播等社交电商业务。公司目前签约王祖蓝、张柏芝等10余位明星，内部孵化瑜大公子、李宣卓等约50位快手网红，抖音、快手合计粉丝量超过1.5亿。
- 公司短视频业务主要收入来源为每条固定刊例价+CPS分成（Cost per Sales，根据销售收入按比例收费）收入，直播收入为主播卖货收入并与主播分成。目前瑜大公子、李宣卓粉丝数量在200万左右，属于快手腰部主播，带货金额快速增长。
- 2019年公司社交电商收入快速放量，未来公司将持续加大直播电商业务投入，腰部网红快速吸粉、涨粉，并培育更多网红带货，业绩增长弹性较大。
- **风险提示**：行业竞争加剧、库存减值损失大幅增加、直播电商业务不达预期等。

遥望网络近年来收入、利润增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

瑜大公子带货金额指数快速增长



资料来源：炼丹炉，光大证券研究所

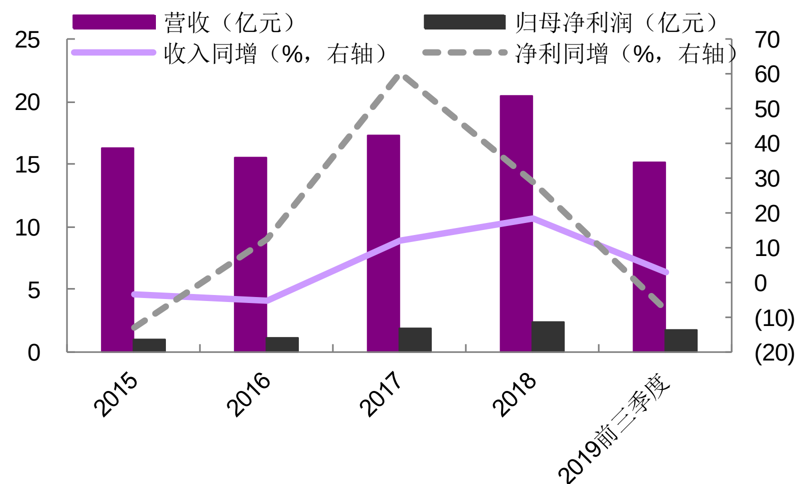
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.7 上市公司—天创时尚：旗下小子科技探索社交电商业务

- 公司是国内领先的女鞋品牌集团，旗下拥有“KISSCAT”、“ZSAZSAZSU”、“tigrisso”等六大女鞋品牌。近年来受行业整体消费疲软、竞争激烈等影响，公司女鞋主业收入保持低个位数增长，线下渠道持续调整。2020年3月公司公告获得前阿里云首席科学家旗下基金投资5%股权，未来双方将在新零售、产业链数字化领域合作。
- 2017年12月公司完成收购移动营销公司小子科技，涉足互联网广告业务，整合百度、腾讯、搜狗等广告资源，提升营销效率。2019年小子科技开始涉足社会化媒体营销，将长视频进行短视频话运营编辑并在抖音、百度等平台分发，获取营销广告分成，未来将积极探索电商MCN、内容MCN等业务。
- 风险提示：女鞋业务库存风险、社交电商业务拓展不达预期、互联网广告业务竞争加剧等。

近年来公司收入、利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

小子科技主营移动互联网数字化营销业务



资料来源：公司公告

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1、直播电商行业介绍

2、直播电商人货场要素研究

3、直播电商发展动力及持续性

4、直播电商内容孵化平台MCN研究

5、直播电商对消费品行业影响

6、风险提示

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.1 直播电商促消费行业线上渗透率提升、加快产业链反应

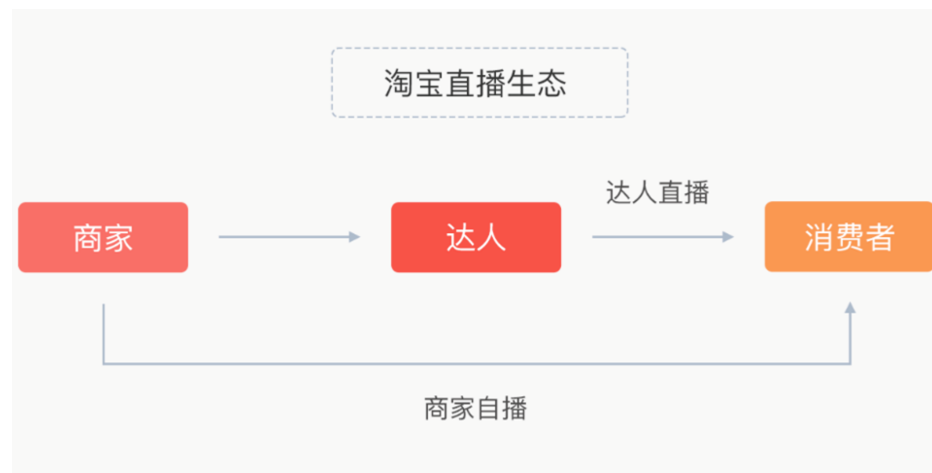
- 直播电商促进了消费行业线上渗透率的提升。例如2019年双11众多消费品商家进军淘宝直播，过半商家实现了销售增长，其中家装、消费电子类等商家更是实现显著增长；2020年3月淘宝发布报告显示，2月新冠肺炎疫情期间淘宝新开直播的商家环比增长719%，直播商家获得的订单总量同比翻倍，消费品线上渗透率进一步提升。
- 直播电商精简销售渠道环节，加快供应链快速反应。商家通过直播直达粉丝，能够快速了解消费者对商品反馈，并迅速传达到研发、设计端进行产品优化和二次研发，提高产业链效率。

直播电商促进了消费行业的销售



资料来源：天猫，陶榜单

淘宝直播进一步精简行业供应链



资料来源：《2019淘宝直播生态发展趋势报告》

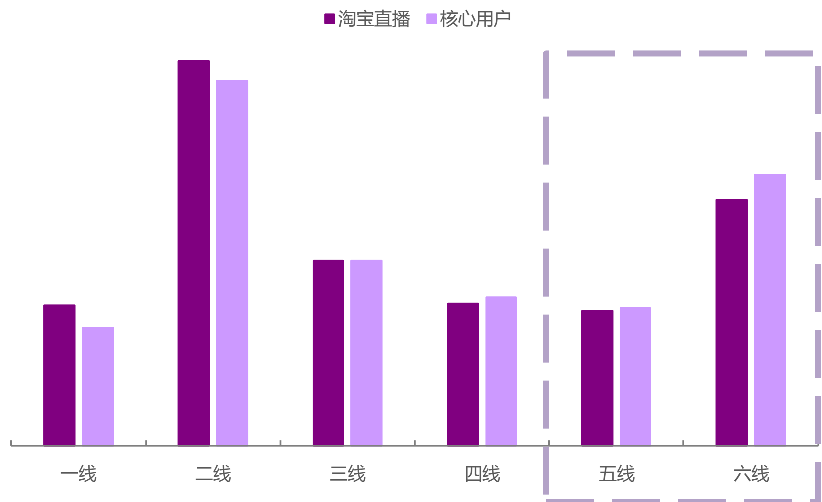
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.1 直播电商推动消费品牌下沉，触达线上优质客户

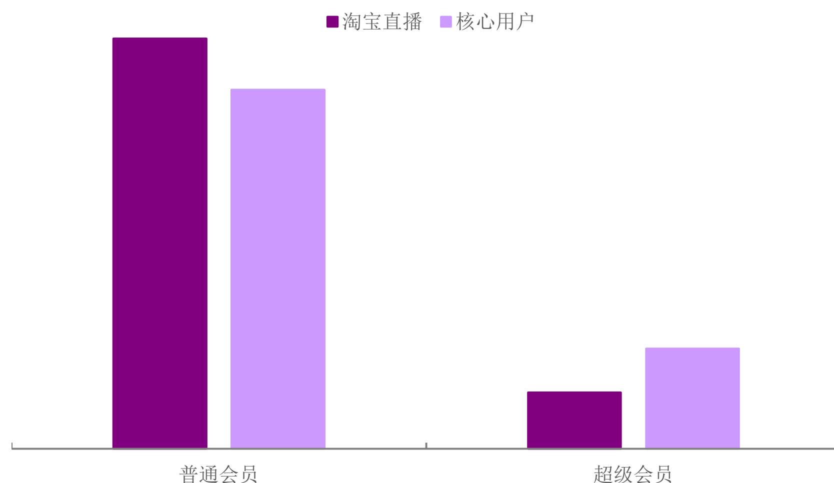
- 直播电商能够帮助商家触达下沉市场。快手、淘宝是国内下沉市场占比最高的互联网头部平台，据《2019淘宝直播生态发展趋势报告》，淘宝直播在低线城市的核心用户占比高于一、二线城市，且低线城市消费者更容易受到KOL影响进行消费，有助于品牌下沉低线市场并提高影响力。
- 直播电商同样可帮助品牌触达优质客户。在淘宝直播核心用户中，超级会员的占比较高，而成为超级会员有一定的门槛，包括一定的消费金额、频次等，商家可通过直播获取更多优质线上用户。

淘宝直播在低线城市的核心用户占比较高



资料来源：《2019淘宝直播生态发展趋势报告》，光大证券研究所

淘宝直播核心用户超级会员占比较高



资料来源：《2019淘宝直播生态发展趋势报告》，光大证券研究所

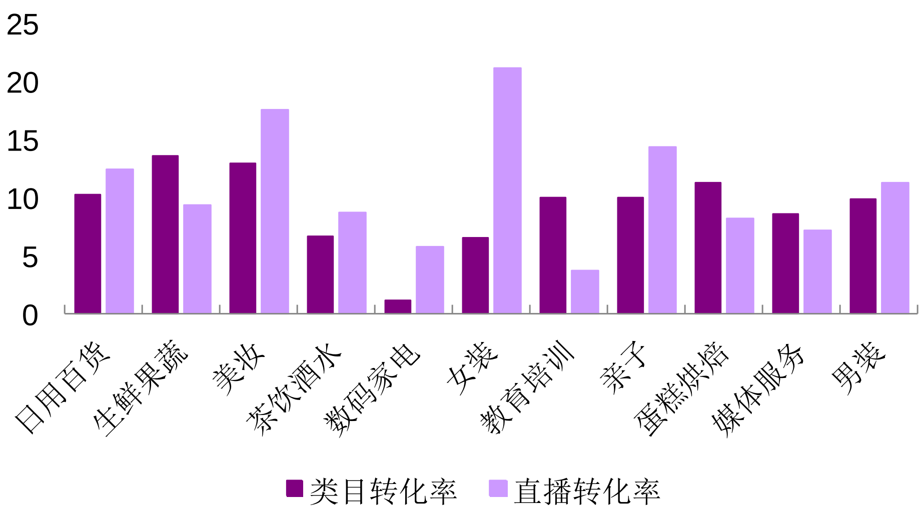
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.1 直播电商对化妆品、服装行业影响较大

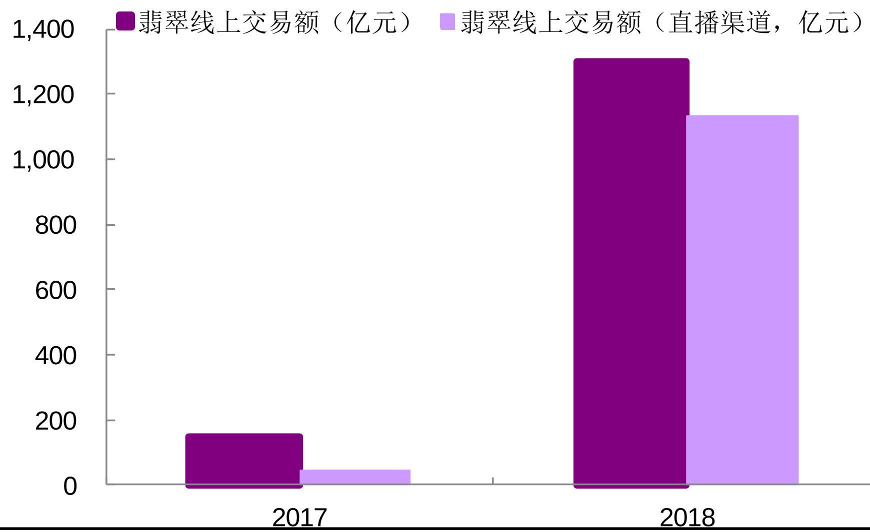
- 由于数据可得性，我们很难获得消费品各行业直播电商渠道渗透率，但从各平台发布报告来看，淘宝直播中商家直播占比最大、增速最快的三个行业为女装、珠宝、美容护肤，快手直播电商GMV中占比较高的主要为食品、化妆品、服装等品类。服装、化妆品等传统线上优势品类把握直播电商渠道发展机遇，其中化妆品受益最为明显。
- 此外，传统客单价高、线上渗透率较低的行业如珠宝首饰、汽车等同样有望借助直播电商提升线上渗透率，主播可以更为全面、高效的介绍直播商品，解决图文介绍沟通效率低的痛点。

2019年有赞不同类目直播转化率对比（单位：%）



资料来源：有赞，光大证券研究所

直播电商推动翡翠线上交易额大幅提升



资料来源：《2018中国翡翠行业网络消费白皮书》，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.2 服装行业：直播电商中服装占比较高，腰部品牌受益更大

- 服装作为电商第一大品类，在直播电商出现后同样享受发展红利，是淘宝直播销售额占比最高的品类，在快手电商同样占据一定市场份额。

- 目前服装行业参与直播以腰部、尾部品牌为主，如杭派服装品牌，此外部分主播自创品牌，如创业早期的薇娅、快手主播娃娃等。较早参与直播的品牌销售额多数实现快速突破，如薇娅女装年销售额约20-30亿元，快手主播娃娃服装年销售额超10亿元。

- 头部服装品牌如太平鸟、森马服饰、波司登、比音勒芬等积极探索直播电商带货，部分品牌与薇娅、李佳琦等头部主播合作，目前直播销售额占比相对较小，对整体收入拉动效应尚不明显，但未来直播业务有望成为新的收入增长点。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.2 服装行业：头部服装品牌探索直播带货举例

	服装品牌在直播领域布局
安踏体育	直播目前已成安踏在电商平台的主要营销手段，在引流方面取得一定效果。2019年双11期间，安踏淘宝店铺累计直播超百场、观看人次超500万、点赞评论人次超千万。
比音勒芬	公司与多家MCN机构洽谈网红合作，共同内部孵化网红主播为自有品牌带货，目前公司已推出线上直播、小红书种草、抖音短视频、微商城小程序等线上新渠道业务，并持续探索新零售布局，加强高净值用户粘性，提升会员忠诚度。
森马服饰	森马、巴拉巴拉一方面均开通淘宝店铺直播，通过直播与粉丝互动，提升消费体验；另一方面与热门主播合作，通过主播试穿体验、产品讲解等方式向消费者展示商品。
太平鸟	目前直播已成为太平鸟全品牌矩阵直播运营。2019双11期间全品牌进行连续21天的直播活动，取得了包括单时段吸引100万粉丝在线观看、1小时的直播最高收获31万粉丝观看等成果。
波司登	波司登18年9月开始布局淘宝直播，随后通过参与直播平台行业日等形式，3个月内跃居到天猫服饰类直播成交的第一名。
李宁	李宁在传统直播领域积极布局，引流效果取得成效。据达人记统计，李宁直播30天观看人次达79万+、点赞数超65万；李宁品牌也在探索电商直播多元化可能性，尝试打通跨品牌直播间的壁垒。

资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.2 服装行业：直播电商加快服装行业供应链反应速度

- 除拓展销售渠道外，直播电商推动服装供应链进一步优化提速，提高品牌上新频次，加快供应链反应速度。
- 传统服装供应链大批量生产、对客户需求反应速度较慢，第一代微博网红通过预售、快速翻单生产实现对客户需求快速响应，提升供应链反应速度，第二代直播网红同样快速响应粉丝需求，上新频率快，每次直播会推荐多个款式，巨大的流量汇集下粉丝购买量很大，对供应链生产、物流等速度要求较高。

直播电商加快服装行业供应链反应速度

	代表主播	内容平台	上新频率	每次上新款式数量
传统服装供应链	NA	NA	2-3 次/年	NA
图文网红供应链	张大奕、雪梨等	微博	1-2 次/月	<100 款
直播/短视频网红供应链	薇娅、烈儿宝贝等	淘宝	3-4 次/月	300 款以上

资料来源：36氪，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.3 化妆品行业：美妆品牌纷纷加码直播电商

- 网红直播的兴起对化妆品的营销及销售均产生影响。据克劳锐调查，美妆护肤已成为网红带货的热门品类之一。
- 美妆已经成为各大社交/短视频平台上最受关注的品类之一，相关美妆博主账号占比较高，部分头部美妆网红粉丝量在千万级。凭借网红与粉丝之间的强联系，网红直播带货给化妆品品牌方提供了新的营销模式。
- 本土品牌通过网红直播提升品牌知名度/市场份额，实现快速的发展，例如国风平价彩妆花西子、中高端草本护肤品牌佰草集，或是单品爆款，如珀莱雅泡泡SPA面膜等。

微博、抖音、快手等平台上美妆博主账号占比较高（2019年）

品类	美妆		时尚		美食	
平台	账号占比	平均粉丝量	账号占比	平均粉丝量	账号占比	平均粉丝量
微博	6.40%	325万+	3.05%	358万+	2.97%	357万+
抖音	2.70%	146万+	7.17%	191万+	1.96%	196万+
快手	1.59%	83万+	9.28%	126万+	0.54%	151万+

资料来源：克劳锐，光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.3 化妆品行业：网红直播带货效果较好

- 网红直播能带来更高的复购率。据有赞美妆，2019年有赞美妆类目平均转化率13%，直播带来的转化率17.6%。
- 背后的原因在于：1）网红与粉丝之间建立起来的信任感，该信任通过日常的经验分享、日常生活共享以及多次的产品推荐反复验证逐步建立而来；2）网红与品牌方达成合作、可以获得全网最低价，部分强势网红发现若价格非全网最低、可以号召粉丝直接退款\退货。

直播网红带货的逻辑



资料来源：克劳锐

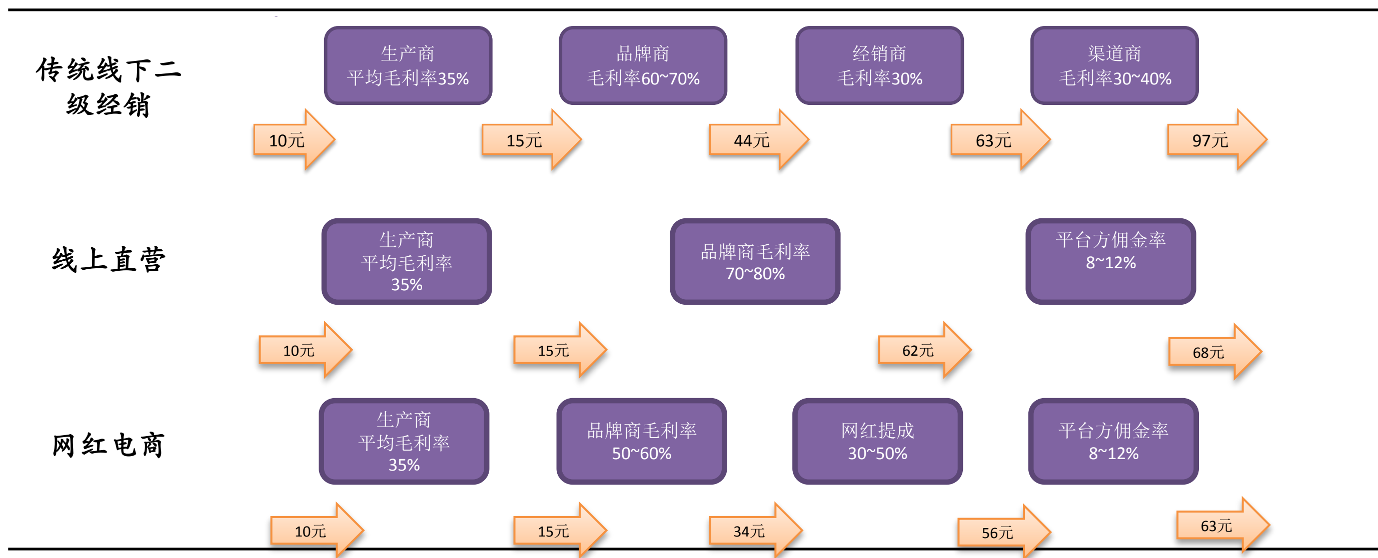
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.3 化妆品行业：直播电商提升产业效率、实现价值再分配

- **传统线下二级分销模式**：传统化妆品销售采用线下二级分销，多重的销售层级，导致产品加价倍率较高（通常在10倍）。
- **线上直营模式**：部分传统品牌拓展线上渠道，在直营模式下，销售层级减少 ，产品加价倍率有压缩空间，性价比相对线下更有优势。
- **直播电商模式**：网红参与产业链分成，品牌方毛利率受到一定影响，尤其越是合作头部的网红；但相对传统线下二级经销仍均有价格优势。

网红参与产业链价值分配、重塑产业价值价格分布



资料来源：光大证券研究所

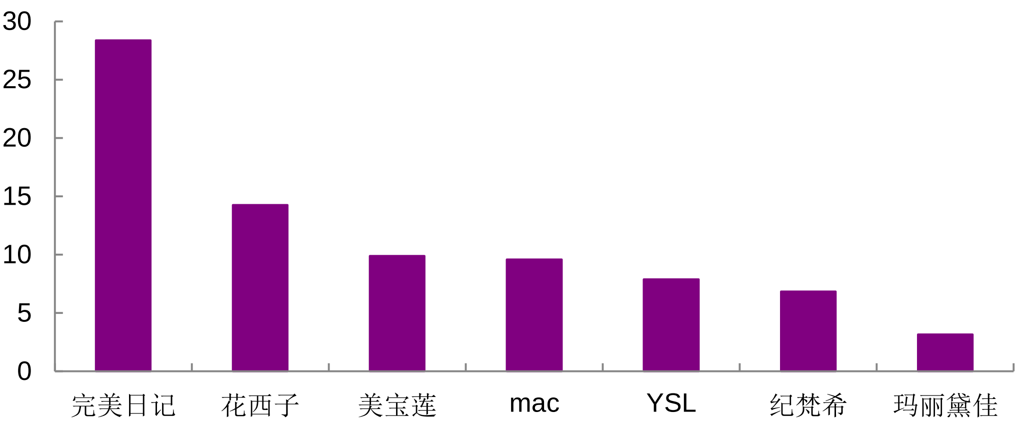
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.3 案例：花西子深度绑定主播李佳琦、实现快速发展

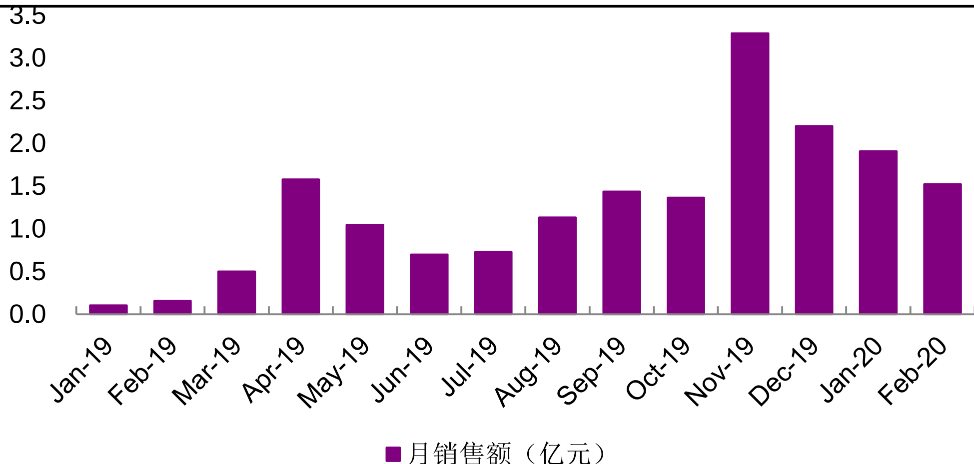
- “花西子”品牌于2017年诞生于中国杭州，以“东方彩妆，以花养妆”为品牌理念。品牌先后成功打造了多款明星产品，如空气蜜粉、雕花口红、极细三角眉笔、百鸟朝凤雕花眼影盘、胭脂腮红膏等，2019年成立时间不到3年，天猫旗舰店销售规模达14.25亿元、成为规模仅次于完美日记的本土彩妆品牌。
- 花西子的崛起有多方面因素：1）品牌调性主打国风，产品从设计到理念均从传统文化中攫取灵感；2）选品：以国际品牌布局较弱的蜜粉、眉笔等寻求突破口，先后打造空气蜜粉、极细三角眉笔等明星产品；3）营销：深度绑定李佳琦，2019年3月李佳琦推广花西子的爆款单品散粉，6月再次推广雕花口红，9月正式官宣李佳琦担任花西子首席推荐官，“双11”从预售到11月11日贯穿李佳琦的直播全过程；自李佳琦带货以来，花西子天猫店月销售额有显著提升。

彩妆品牌天猫旗舰店2019年销售额（亿元）对比



资料来源：淘数据、光大证券研究所

花西子天猫旗舰店月销售额（亿元）



资料来源：淘数据、光大证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.4 直播电商对其他行业的影响

- 食品饮料、家电、轻工等行业同样把握直播电商流量机遇，并结合各自行业特点，在打造新的增长引擎、助力渠道升级、赋能精准营销等方面取得一定成果。2020Q1新冠疫情更是催化直播电商在各行业的应用。
- 食品饮料具有刚需、低值、易耗等特点，用户购买决策较为简单，快手、抖音等平台上食品饮料位居销量前列。众多品牌依托直播平台，与KOL合作孵化网红同款商品，对用户进行种草、拔草，网红食品呈现快速增长。
- 家具、家电作为耐用品，用户购买决策较长，但通过直播平台，企业能动态还原线下购物场景，满足用户购物体验需求。例如沙发龙头芝华仕携手头部KOL营销，2019年双11蝉联沙发类目销量第一；受疫情影响，家电龙头美的、小米、华为、海信等均选择直播方式发布商品或开展订货会，销售效果同样较好。

网红食品消费趋势呈快速增长



资料来源：《2019淘宝吃货大数据报告》

家居、家电品牌选择直播推动产品销售



资料来源：亿欧网，中国家电网

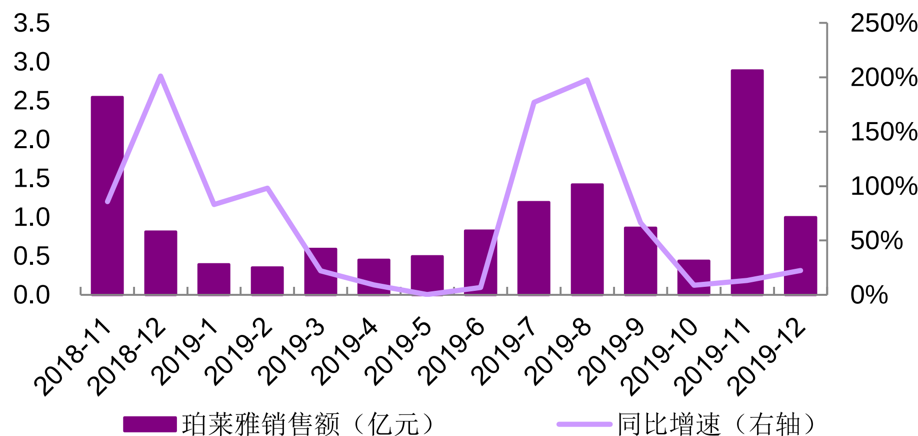
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.5 上市公司—珀莱雅：联合李佳琦共同打造泡泡SPA面膜爆款

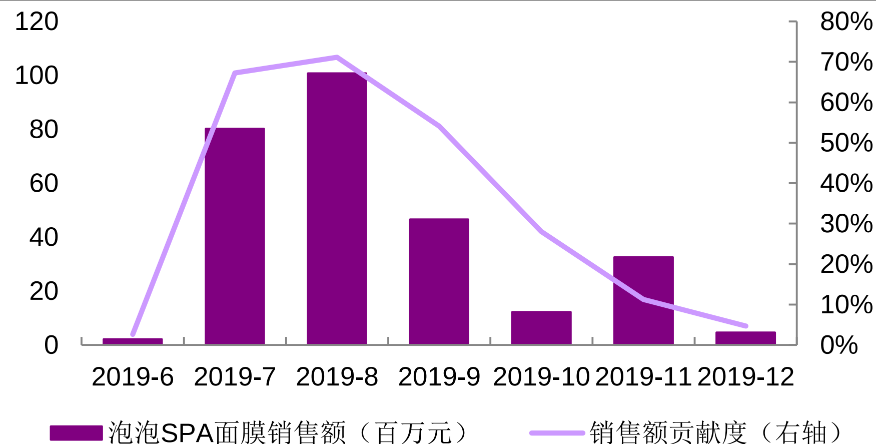
- 公司主营化妆品业务，以护肤品为主，定位大众端。主品牌珀莱雅定位三四线城市；公司起家于三四线城市CS渠道，近年再次把握电商渠道机遇，实现快速增长。
- 面对线上竞争的逐趋激烈，迎合新兴的内容营销趋势，2019年7月联合李佳琦为泡泡SPA面膜带货、引发热度与关注、7月成为阿里全网护肤品品类销量第一，成功打造爆款，助力主品牌7月天猫旗舰店高速增长，热度至9月。
- 我们看好公司出色的把握行业趋势的能力，先后借力CS、电商等渠道成长为全国性品牌，18年拓展社交电商、单品牌店等新渠道机遇，19年布局内容营销等新型营销方式、成功打造爆款产品。当前化妆品行业仍处成长期、大众端竞争主要集中于渠道拓展>品牌营销>产品，其在渠道、营销、产品等方面均具有出色的运营能力，业绩望持续快速增长。
- 风险提示：终端零售疲软；渠道拓展、营销效果、新品牌培育不及预期。

珀莱雅天猫旗舰店销售额及同比增速



资料来源：淘数据、光大证券研究所

珀莱雅泡泡SPA面膜销售额及贡献度



资料来源：淘数据、光大证券研究所

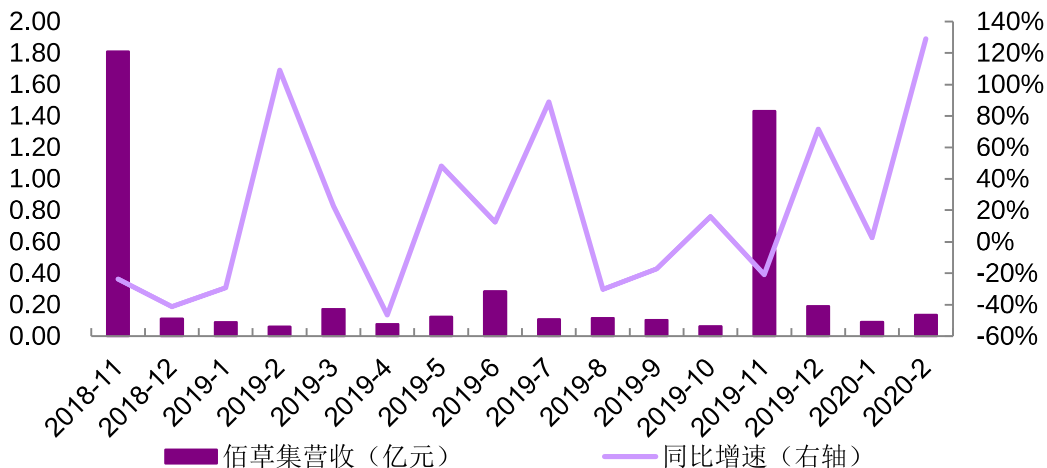
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.5 上市公司—上海家化：旗下品牌联合李佳琦带货，效果初现

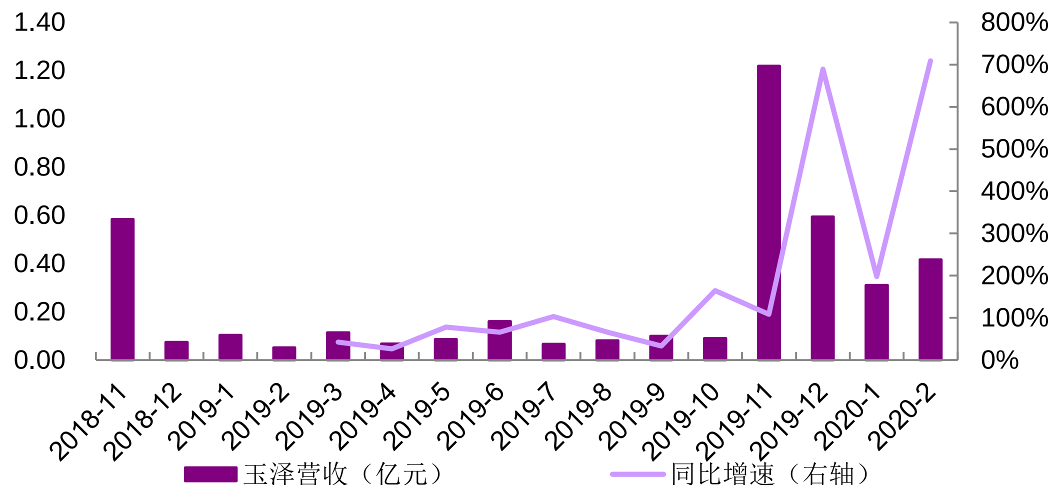
- 公司为百年本土家化龙头，2001年上市。公司旗下拥有十多个品牌。
- 佰草集19年5月起加大内容营销、主推冻干面膜明星产品，销售表现良好、助推19Q2主品牌天猫旗舰店销售数据好转，面膜品类尝鲜属性强、营销推广效果反应较快；9月底主推太极日月精华，10月借力李佳琦主推冻干精华、11月单品销售规模突破千万、12月单品销售额保持百万销售额，助力12月天猫旗舰店销售额同比大增71.52%；玉泽品牌借力李佳琦带货效果显著，19Q4天猫店销售额实现翻倍增长。
- 我们看好公司多品牌优质资产及其优秀的研发能力，2019年重点焕活佰草集、19Q2小有成就，建议持续关注未来调整效果；玉泽品牌业绩表现靓丽、彰显公司多品牌孵化能力，其他品牌发展呈现波动。
- 风险提示：终端消费疲软；佰草集营销效果不及预期；进口品竞争加剧。

佰草集天猫旗舰店销售额及同比增速



资料来源：淘数据、光大证券研究所

玉泽天猫旗舰店销售额及同比增速



资料来源：淘数据、光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1、直播电商行业介绍

2、直播电商人货场要素研究

3、直播电商发展动力及持续性

4、直播电商内容孵化平台MCN研究

5、直播电商对消费品行业影响

6、风险提示

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

风险提示

- 直播平台用户增速放缓风险：如果快手、抖音等平台用户数量、在线时长等指标增长放缓，直播电商市场规模、MCN机构业绩等增速将低于预期。

- 直播带货产品质量风险：直播电商销售产品通常价格较低，主播数量多且难以管控，可能出现销售假冒伪劣商品从而影响行业形象及消费者购买意愿

- 行业政策风险：短视频、直播电商等行业发展离不开政策支持，如果相关政策发生变化，可能会限制短视频、直播电商行业发展，并影响MCN公司及相关品牌公司收入增长。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

谢谢观看！

THANK YOU!

光大证券 纺织服装&化妆品研究团队

李 婕
首席分析师
执业证书编号：S0930511010001
电子邮件：lijie_yjs@ebscn.com
联系电话：021-52523339

孙未未
分析师
执业证书编号：S0930517080001
电子邮件：sunww@ebscn.com
联系电话：021-52523672

汲肖飞
分析师
执业证书编号：S0930517100004
电子邮件：jixiaofei@ebscn.com
联系电话：021-52523675

罗晓婷
分析师
执业证书编号：S0930519010001
电子邮件：luoxt@ebscn.com
联系电话：021-52523673

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

liaohan.net nblax520.com

如果群里报告过期 lax889889.com 299520.xyz

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入"研究报告"微信报告群。



liaohan.net nblax520.com